

新加坡房地产市场的变革与创新

Singapore's Real Estate
50 Years of Transformation

[新]薛义华 [马]程天富 [新]余熙明 著

纵观新加坡房地产市场50年风云变革
借鉴城市发展与房地产创新先进经验

中信出版集团

版权信息

书名:新加坡房地产市场的变革与创新

作者:[新]薛义华 [马]程天富 [新]余熙明

ISBN:9787521701203

中信出版集团制作发行

序一

自1969年以来，新加坡国立大学房地产系一直都在深化我们对房地产领域的理解，同时培育了好几代房地产行业领袖。新加坡国立大学城市与地产研究院通过与业界开展的频繁合作，在促进相关领域的研究和分析方面扮演着同样重要的角色，为新加坡、亚洲乃至全球日益复杂的房地产市场发展，提供了全新的研究视角。

《新加坡房地产市场的变革与创新》一书是新加坡国立大学城市与地产研究院在大量研究成果基础上的又一力作。对那些有兴趣深入了解新加坡房地产业的发展历程及其对新加坡自然景观所造成的影响的读者来说，本书提供了简明扼要的观察结论，尤其值得一提的是，本书对新加坡的决策先驱及房地产开发企业各自扮演的角色做了精辟剖析。

开篇伊始，薛义华博士就介绍了促成新加坡作为一个独特的全球城市崛起的关键因素，即健全的土地使用规划方针和建设审批流程；薛博士还分析了推进商业地产发展的市区重建政策以及实现新加坡人“居者有其屋”的公共住房计划。

本书还详细介绍了众多私人企业所做出的贡献。正是这些企业拥抱技术创新的强烈意愿以及它们为迎合新加坡人不断变化的需求所付出的努力，使房地产开发行业发展为我们引以为傲的多元且充满活力的行业。

我谨希望政府机构和私人企业过去50年来的伙伴协同关系，未来能够更好地为新加坡做贡献。

新加坡国家发展部部长兼财政部第二部长
黄循财先生

序二

新加坡房地产市场过往50余年所取得的成果引人瞩目，其发展主要经历了这样几个阶段：建国初期，主要关注点为新加坡人的安身之处和基础设施的建设；之后，制造业的快速发展推动经济的增长，市场对资金和土地的需求陡增；近年来，伴随着全球化的进程，新加坡房地产市场从原本单纯依靠内需，逐步转型为走全球化路线的开放市场，发掘新的资金来源，积极培养专业人才，主动进军海外市场，已形成主导企业扩充国际版图的新战略。

新加坡的基础、生活和工作设施完善且平衡，使其一直在世界宜居城市的排行榜上名列前茅，其高度绿化的景观空间更是享誉全球。新加坡在城市规划与可持续发展方面的先进专业知识，不但打造了其自身高度宜居、可持续发展的环境，也对房地产市场的发展和走向产生了重要和持久的影响。

除此之外，公共和私人领域之间强而有力的合作伙伴关系，一直是支撑新加坡房地产业持续发展和转型的重要因素。新加坡公共部门高瞻远瞩的规划、公开透明的政策以及杰出的执行能力，与房地产企业的卓越活力和创新相辅相成，相得益彰。

随着新加坡迈入下一发展阶段，房地产业需要继续保持高度的适应能力，并持续发展创新，以面对新时期特有的不确定性和前所未有的挑战，包括全球经济的瞬息万变、生活空间密度的持续增高以及人口结构和气候的改变等。

我很高兴《新加坡房地产市场的变革与创新》一书由新加坡国立大学城市与地产研究院和新加坡国立大学房地产系适时推出。本书不但客

观生动地描述了半个多世纪以来新加坡房地产市场所发生的非凡转变，在收录了学术界和政界决策者的真知灼见的同时，亦富有创意地融入了行业领袖的精辟观点。令人欣慰的是，这些行业精英中不乏新加坡国立大学房地产系的校友们。

我相信，秉承过去50余年所表现的卓越性、创新性、智库性和适应性，新加坡房地产市场将一如既往地在推动自身的发展之余，继续引领全球房地产市场的创新和转型，并保持其在市场的竞争力。在本书的中文版出版发行之际，我衷心期望不论是房地产专业人士、对房地产市场感兴趣的新加坡公众，还是正在经历快速新型城镇化的中国读者，都能从本书的阅读中受益。

新加坡国立大学校长
陈永财教授

引言

2014年，世界科技出版社（World Scientific Publishing Company）与程天富副教授接洽出版一本关于新加坡城市发展与房地产市场书籍的构想，并将其作为新加坡建国50周年纪念丛书系列之一。这一提案恰好与薛义华博士希望城市与地产研究院能够出版一本记录新加坡独立以来有关城市与房地产发展的书籍的想法不谋而合，并借书的记载和分析，总结经验并吸取教训。当时的房地产系主任余熙明副教授也大力支持这一建议，并主动参与撰写工作。

2014年8月，我们三人便开始集思广益并勾勒出本书的基本大纲。本书撰写的基本原则是：确保其成为一本涵盖新加坡城市与房地产市场成型的各种思维、过程、动机和影响因素的权威参考书籍，供读者学习和参考。编辑团队邀请了多位经验丰富并在新加坡城市与房地产界具有影响力的思想领袖，通过结构式的访谈，将这些思想领袖多年来积累的宝贵经验完整和系统地记录下来，构成本书丰厚的知识宝库。本书的英文版Singapore’s Real Estate: 50 Years of Transformation于2016年完成并在新加坡顺利出版发行。

新加坡的成长故事得到城市规划者和决策者的普遍关注和一致认同，新加坡推进城市化进程背后的战略，同样引起了学术界的浓厚兴趣。在一定程度上，无论是新兴经济体还是发达国家，在构筑各自可持续发展宜居环境的梦想时，都竞相效仿“新加坡经验”。但是，目前市面上尚无一本忠实记录新加坡城市与房地产市场发展和变革的中文书籍，以致在信息萃取和经验分享的过程中出现了缺口。

所以，为了让更多读者，尤其是以中文为主要交流媒介的企业管理

者、规划者、决策者和学者了解新加坡城市与房地产市场转型时期的变革和进程，我们于2017年决定把英文版的新加坡城市发展与房地产创新变革的故事，翻译和改编成一本中文版的书。在中国REITs联盟秘书长王刚先生的引荐下，我们很高兴能和中国的知名出版社中信出版集团合作出版这本名为《新加坡房地产市场的变革与创新》的书。

本书紧扣新加坡城市与房地产发展过往50余年的两大主题：其一，房地产由本土化发展走向全球化开发的变革之路；其二，从实体房地产开发转向打造房地产资本市场的创新之路。

本书忠实记录并剖析了新加坡城市与房地产市场的发展历程及趋势，完整展现了从50年前单一住宅开发，到今天高度发达和现代化的房地产业务体系的变革和创新历程。本书还通过实际案例分享了新加坡在居住、商用等类型房地产的开发、持有、运营、维护、交易、投融资等方面的经验和学习过程，以及在这个过程中，政府和企业是如何通过伙伴关系和互动，在经济、社会、城市等各方面取得骄人的成就的。

从传统意义上来说，要对外转移非“便携式”的房地产专业知识是具有挑战性的。然而，新加坡有限的土地面积并没有限制其在国际房地产业务领域的竞争力。在竞争海外项目时，新加坡以“高效”和“专业”赢得了良好的国际声誉。许多新加坡房地产企业，包括机构投资者、开发商、咨询公司和相关的专业服务商（如建筑师、工程师、城市规划师），一直都在积极探索并扩大海外房地产市场的新商机。

作为亚洲金融中心和全球金融中心，新加坡是主动接受变革并将新金融技术融入房地产与资本市场的先驱。新加坡第一只房地产投资信托基金（Real Estate Investment Trusts，简称REITs）于2002年问世，截至2015年5月，其市值已高达703.5亿新元，增长之快实属罕见。新加坡房地产发展实践明确印证了“全球化”和“资产证券化”的双引擎对未来持续推动房地产市场增长的重要性。

本书一个值得关注的特点是，它广泛征集了30位毕业于新加坡国立大学房地产系的杰出校友的相关意见。我们将这些校友的言论和观点有

机地融入本书，从而为读者呈现了新加坡房地产发展历史更为连贯的一面。在信息的采集和整合的过程中，通过走访那些经历过这一变革的行业资深人士和业界先驱，我们汇编了各行业领袖的见解和实践经验，并将数据分析和学术理论融为一体，组成新加坡城市与房地产市场发展进程史的智慧财富。

新加坡国立大学城市与地产研究院撰写和出版本书的目的，不只是为子孙后代留下宝贵经验，也希望本书能对未来城市与房地产市场的发展和提升尽些许绵力。

本书不仅是一本反映新加坡房地产市场发展历史的综合性参考书，其中所涵盖的知识还将引领新加坡城市与房地产市场未来50年，甚至更长时间的发展。在更广泛的层面上，通过了解新加坡的经验，其他国家能避开或减少在城市化和房地产市场创新的过程中可能出现的错误，并将可持续性和宜居性等作为未来城市发展的常态，打造时时创新和跨界的全球化房地产市场。

薛义华 程天富 余熙明

第一章

新加坡房地产业的发展历程

薛义华



导言

新加坡自1965年宣布独立后，便踏上了一段举世瞩目的蜕变之旅。她从一个贫穷落后的第三世界港口城市，华丽变身为一座拥有世界上最发达及完善的房地产市场的现代国际大都市。新加坡迅速获得如此骄人的成绩，就全世界而言，极少有城市能够与之相媲美。过往50年的变革之路充满磨砺与挑战，通过务实的政府政策与私人领域的企业家精神的有机结合，新加坡房地产业在许多方面体现了政府机构与私人企业之间成功的合作伙伴关系。本书回顾了新加坡房地产业的发展历程，并阐述了促成这一成功合作伙伴关系的有利因素。第一章是对本书的整体概述，接下来的7个章节详细阐述政府机构与私人企业之间的合作伙伴关系，这些私人企业和相关人士涵盖了房地产开发商、投资者、金融家、基金经理、产业咨询顾问及中介机构，分析了他们在实体房地产市场演变成房地产全球化和证券化的过程中所扮演的不同角色。最后两个章节介绍房地产教育对未来新加坡房地产业的影响，并借用新加坡国立大学房地产系校友对未来房地产业的期望和建议，在文末加以总结。

新加坡政府机构与私人企业之间的合作取得了卓越成绩，新加坡的人均GDP（国内生产总值）从1965年的1 580新元上升到2014年的71 318新元。[注]在经济增长的推动下，这种公私合作的模式使房地产价值成倍增长。日趋增长的对于居住、工作与休闲优质空间的需求，以及财富与购买力的增长，使得住宅和商业地产的价值持续上涨。新加坡跻身“全球超级明星城市”之列，其他城市为纽约、伦敦、巴黎和中国香港。这些城市的共同之处是房价持续上涨，这一共性表明了本地乃至国际投资者对于房地产的强劲需求。[注]精明的国际投资者对于投资目的地的选择，反映出他们对这些市场所拥有的稳定优势的信心，新加坡房地产市场就是备受青睐的市场之一。虽然每个市场都会经历繁荣与萧条交替的循环周期，但无论是出于实际或是名义，上述“全球超级明星城市”普遍呈现出毫不懈怠的经济蓬勃上升趋势。譬如，新加坡的住宅房地产价

值，从1965年到2014年上涨了近23倍。注然而，房地产价值仅仅体现了市场的表象，它无法解释驱动新加坡房地产市场转变的根本动力及其背后的运作机制。

经济增长是必要的，但它不足以成功塑造一个完善而发达的房地产市场。过去的50年里，私人企业拥有的市场知识、业务能力、资本和风险承担意愿，连同政府机构具备的对健全的经济与社会政策的有效执行能力，不仅共同产生了协同效应，而且满足了因经济扩张而不断激增的房地产自住或投资需求。政府机构与私人企业的协同效应有利于新加坡的房地产业发展，为私人房地产业提供了一个健全的体系，以促进其增长与创新，帮助房地产业不断适应本地与国际市场风云万变的环境。

政府的作用

作为一个年轻国家的政府，新加坡政府自建国以来就扮演着积极的角色。它以间接参与的方式，通过各种政府机构提供工程性及社会性基础设施的建设与管理，还成为政策的制定者和管理者。不仅如此，政府还直接参与实体房地产的建设，成为新加坡最大的土地所有者和住房供应者。注

政府的一个关键职能是工程性基础设施建设，其中包括交通运输、通信网络、基础设施（供水、供电、污水及垃圾处理）和公共娱乐场所，如公园和其他休闲空间。新加坡的城市规划与工程性基础设施建设规模排在世界前列，且新加坡多次被评为世界最宜居的城市之一。其优质的硬件环境已被反复提及，但事实上其软件环境，即社会性基础设施的建设同样具有极高的水平。通过各级政府部门或机构推行的有效且高效的城市管理方案和严苛的法律制度，都体现了社会性基础设施建设的重要性。另外，层次清晰的土地使用与开发规划体系和简单明了的建筑

审批流程，不仅大大降低了不确定性，而且减少了私人企业在做出投资决策时须承担的风险。除此之外，新加坡所采用的总体规划成为降低不确定性的另一个有力保障。通过借鉴概念性规划中所制定的40至50年的长远发展目标和原则（每10年复查一次），总体规划（每5年复查一次）负责具体落实新加坡土地使用规划。开发指导规划（DGP）为55个规划分区编制针对性的规划目标，同时对土地用途、限高及容积率等做出明确规定，对总体规划加以补充。这个城市规划运作体系为房地产开发商明确指出了中期发展方向，同时保留了适当的灵活性，以满足不断变化的市场需求。

新加坡的法律框架继承于英国法律体系，政府除去负责基础设施的提供，也负责基础设施的监管，主要目的就是确保行之有效地规范市场参与者的活动。随着时间的流逝，政府的各项政策法规不断在立法、修改、废止之中得以完善并发挥作用。新加坡独立之初，《土地征用法》（Land Acquisition Act，1966）的颁布，赋予了政府强大的征地权，使其顺利地消除了贫民窟并妥善安置流离失所的居民。同时，《管制建筑（特别条款）法》[Controlled Premises（Special Provisions）Act，1969]的颁布，使得屋主能够重获其租赁管制房屋的使用权和所有权，并进行房屋翻新与重建。自1963年联合国经济考察团队提出他们对新加坡未来发展方向的建议后，这两项法规共同推进了20世纪70年代市区翻新项目的进展。租赁管制于2001年被完全废除，为私人企业的建设和发展扫清道路。自此之后，有效而缜密的立法改革造就了如今中央商务区（CBD）所呈现的繁荣胜景及众多公共组屋区的祥和氛围。当高密度住宅被确定为发展方向的时候，政策制定者分别在1967年和1973年颁布了《分层地契法》[Land Titles（Strata）Act]和《建筑物与共同产业（维修与管理）法》[Buildings and Common Property（Maintenance and Management）Act]，以确保分层空间的细分，维护分层业权，并管理共同产业。2004年，《建筑维修与分层地契管理法》（Building Maintenance and Strata Management Act）的推行，彻底修正了原有的分层业权制度，它进一步提出了一个双层管理体系，以管理综合性建筑的

共同产业。《分层地契法》还为集体出售公寓单位的交易提供了法律框架，它允许分层单位屋主以重建为由整体出售陈旧或者实质上已被淘汰的房地产。

政府还声明，倘若房地产市场未能达到预期的政策目标，政府将毫不犹豫地进行干涉。为了减少住宅地产市场因受繁荣与萧条交替的循环周期影响而造成的社会弊病和资源浪费，政府采取多管齐下的策略，已多次推出相应的宏观审慎措施，以缓解市场的极端波动。其中最新的措施包括进一步提高额外买家印花税以及自2013年起收紧房屋贷款。政府在努力实现其经济和社会目标时，意识到不能扼杀企业家精神，也不能扰乱市场机制对稀缺资源的有效分配。例如，在2013年最后一个房地产市场高峰时期，政府选择扩大土地供给，希望借助市场机制减缓价格上涨。当然，政府每一次的干预时机未必都是理想的，不理想的干预时机有可能导致不如人意的结果。

再举一例，为打造一个良好的商业体系，政府积极参与新加坡REITs的开发。在此基础之上，政府还全面推行实施方案，以巩固新加坡作为亚洲乃至全球主要金融中心的地位。政府预测房地产证券化需求将不断增长，为此，作为全面实施方案的一部分，政府与本地房地产开发商和基金经理共同合作，实施合理的条例与税收减免政策，共同推动新加坡REITs的成功开发。

作为基础设施的提供者与管理者，以及政策的监管者和制定者，政府所扮演的角色就其本质而言是被动的。政府要为私人企业开展各种商业活动提供一个扶植框架，新加坡政府的独到之处就在于政府是房地产开发建设的主动参与者，这至少体现在两个方面：其一是以开发为目的的土地供给，其二是组屋的建设。政府的积极介入，对新加坡房地产市场的发展产生了深远的影响。

国家是新加坡最大的土地所有者。自新加坡宣布独立以来，政府接管了大量的土地，除此之外，通过填海造地工程，政府又被授权代表国家强制征用土地。自20世纪60年代起，通过市区重建局（URA）[注]的

土地出售计划（SOSP），政府定期向市场出售土地，以带动城市发展。每个地块都会被赋予特定的用途或被指定为“白色地段”（white site）[注]，“白色地段”允许开发商自行决定土地用途的最佳组合。被出售土地的投放时机、地点、频次、价格（设定一个保留价格）和数量，都会影响到开发商做出相应决定，即开发时机、项目类型、开发成本、开发地点及最终定价。

公共土地供应的控制，是一种强而有力的政策手段。例如，在1967—1969年，政府通过市区重建局的土地出售计划投放了针对商业区重建的46个地块，并以此加速由联合国专家团队推荐的市区重建计划。[注]这一计划的顺利推行归功于市区重建局能够在黄金地段提供业已清空的地块，而私人企业又展现出自身的创业技能、投资承诺和风险承担能力。现如今，构成新加坡中央商务区天际线的众多商业摩天大厦，大部分是20世纪七八十年代公私合作的成果。随后在滨海中心（Marina Centre）[注]和滨海湾（Marina Bay）地区[注]开发的区块，大多有混合用途，其目的是实现办公时间以外城市的生活化这一发展愿景。滨海湾地区的发展，也符合将中央商务区延伸到来福士坊（Raffles Place）以南的规划目标。同样，土地出售计划以开发全岛区域中心为目的，先后促成了淡滨尼、裕廊、兀兰（Woodlands）和实里达区块的繁荣发展，进而实现了商业活动分散化的政策目标。

作为政府总体经济发展规划的一部分，裕廊集团（JTC Corporation）成立之初的目的是实现工业化计划，政府通过裕廊集团控制了新加坡大部分的工业用地。裕廊集团共开发了超过7 000公顷的土地，还建设了400万平方米的工业厂房。而今，裕廊集团的发展已经跨越了最初修建简单的工业厂房和库房的阶段，集团开始注重开发高附加值的终端用户，包括各种生物医疗与高科技工业设施，以及近期的启奥城和启汇城，它们都进一步推进了新加坡成为知识型产业中心。

新加坡另一个独特的现象是：通过发展新加坡经济所谓的“外在羽翼”，政府在主动推动与周边国家经济合作的过程中体现出了卓越的领

导能力。凭借规划精良和管理有效的现代国际大都会的声誉，新加坡一个关键的输出就是其在城镇开发、管理和规划方面的专门知识。为了控制待开发地段大型项目的开发风险并协调相关利益关系，政府采用了集结资源和资本的模式，成立了由政联企业（GLC）和东道国国有企业或私人企业所组建的联营企业。联营合作项目中最突出的两个成果是中国苏州工业园和印度班加罗尔国际科技园（International Tech Park Bangalore），它们也是此类联营合作项目如何在最初几年克服巨大困难继而取得成功的范例。[注]苏州工业园建成于1994年，是新加坡和中国第一个政府间（G2G）合作项目。两国政府随后的合作项目还包括：建于2008年的天津生态城、近期开发的广州知识城和中新吉林食品区。虽然班加罗尔国际科技园是由新加坡和印度两国政府所发起的，但是这个项目具体是由印度大型企业达达集团（Tata Corporation）和新加坡裕廊集团子公司腾飞集团（Ascendas Group）共同开发的。这种政府间合作项目为新加坡开发商和投资者打开一扇门，为他们在随后的几年里对中国、东南亚和印度的房地产进行大量投资提供了机会，增强了信心。

新加坡政府是最大的住房市场开发商。建国初期，政府就掌控了大面积的国有土地，从而确保大规模公共组屋建设的计划能有效地执行。公共组屋是由新加坡建屋发展局（HDB）管理运营的，堪称受人景仰的世界典范。尽管组屋建设与管理都已经达到很高的标准，但其仍在逐年完善，如今总人口的近80%住在政府组屋里，而且组屋家庭中有91.6%是屋主。[注]近年来，新加坡人开始追求更优质的住房条件，尽管满足这些需求变得愈加充满挑战，但是政府早已实现并且超越了为人民提供基本住所的社会政策目标。现有的组屋翻新计划和优质组屋的兴建计划只能在一定程度上满足人们对高品质住房的需求，为了帮助那些不符合公共组屋申请标准但是又无力承担私人住房的“夹心层”群体，新加坡政府在1995年推出一种介于公共组屋和私人住房之间的混合型物业，即执行共管公寓（EC）。尽管如此，很多所谓的“升级住户”仍然继续关注私人住房市场，以满足他们对住房标准的更高期望。执行共管公寓具有公共住房特性，同时具备二级市场的特点，政府允许住满5年以上的屋主在

公开市场上转售其物业。很多人出售他们的组屋，并将收益继续投入私人住房市场。这种替换是公共住房市场和私人住房市场的一个重要连接，也是新加坡房地产市场的另一个特色，即公共住房的市场占比远超私人住房。尽管私人住房只占房地产市场约20%的份额，但对于那些不能选择公共住房或组屋升级的新加坡人及众多的外籍人士而言，私人住房在他们解决住房的问题上发挥着至关重要的作用。

房地产开发企业的成长

50年前，房地产是一个相对简单且资金不足的行业，主要由拥有有限专业知识的企业家所推动。大多数本地房地产开发商在新加坡独立之前就已经开始投身于住宅地产的开发，后来逐渐转向商业地产的开发。虽然一些大型资深的房地产开发企业，如远东机构（Far East Organization）和丰隆 /城市发展有限公司（简称城市发展）的业务性质在某种程度上可能已经随时间而发生改变，但是其大部分业务仍然是住宅地产开发。事实上，排名前十的房地产开发商目前共占有75%以上的私宅市场份额，而排名前五的房地产开发商甚至占据了私宅市场的半壁江山。(注)

由于早年间受制于资金规模，房地产开发商只能购买小宗地块，大部分用于开发排屋和半独立式住宅。为了确保资金回笼，这些住宅被迅速售出，其收益被投入更大规模的住宅开发中去。20世纪70年代，房地产开发商手中持有的资金日渐充裕，开始在武吉知马路（Bukit Timah Road）、经禧路（Cairnhill Road）、里峇峇利路（River Valley Road）和格兰芝路（Grange Road）这些黄金地段开发高层公寓。尽管“公寓”的概念在20世纪70年代中期就被提出，但直到80年代房地产开发商开始大规模从事公寓项目开发时，这一概念才逐渐深入人心。新加坡首个公寓

项目是梅园（Beverly Mai），它是位于汤林生路（Tomlinson Road）的一座28层高楼，于1974年竣工。其后是于1976年竣工的坐落于珍珠山的珍珠苑公寓（Pearl Bank Apartment）项目，以及发展置地 [DBS Land，后与百腾置地（Pidemco land）合并成立凯德集团（CapitaLand）]于1978年建成的槟兰谷公寓（Pandan Valley）项目，该项目拥有625个住宅单位。特批居住物业计划于1981年出台，该计划允许中央公积金（CPF）持有者动用公积金储蓄来购买私人住宅，此举直接拉升了公寓需求。1980年，32%的家庭[注]居住在私人住宅，但其中只有4%的家庭居住在公寓；而到了2014年，20%的家庭居住在私人住宅，而其中有14%的家庭居住在公寓。[注]

住宅地产市场经历了3个显著的发展周期，分别在1983—1984年、1996年和2013年达到顶峰。住宅地产市场在上一个周期因受到1997年亚洲金融危机的影响而导致房价骤降，此后房价始终没有回归至当期的峰值。2008—2009年，受国际金融危机冲击，房价再次回落，但这次只是暂时性的跌落。2013年，新加坡政府采取了宏观谨慎措施，随后住宅地产市场进入上升恢复期。住宅开发具有一定的周期性，房地产开发商须具备足够的适应力并掌握充分的资源，以应对严峻的经济衰退趋势。为此，很多小型房地产开发商未能幸存。遵循缓和极端周期性波动的政策，政府在实施市场降温措施的同时，在经济严峻衰退时期推出一系列的措施以刺激消费需求，例如：暂停土地发售，延缓印花税和物业税退税。

经历过上升和下降的周期，房地产开发商持续适应着不断变化的市场需求和人口特征。虽然在20世纪七八十年代，建造超过2 000平方英尺[注]的大户型住宅还是非常流行的，但后来一方面受到成本持续增长的限制，另一方面市场需求和承受能力也不断发生变化，至20世纪90年代，小户型住宅成为时尚，进入21世纪后，面积约为500到600平方英尺的“鞋盒”公寓开始涌入市场。住宅的设计和建筑质量也在不断提升，这些在20世纪90年代以后表现得尤为显著。成立于1989年的新加坡建设局

（BCA），推出一套质量标准评估系统，强制性地评估由市区重建局和建屋发展局开发的所有建筑工程。

几乎所有领先的新加坡房地产公司，在起步阶段都专注于住宅开发业务，自20世纪70年代新加坡启动市区重建计划之后，这些公司才开始转向商业地产项目的开发。与世界其他房地产市场类似，新加坡的房地产市场在20世纪60年代时还相当不完善。大多数的商业大厦是由个人、家族或企业自行建造的，目的多为自用。1965年，中央商务区只有屈指可数的几栋较为突出的办公大楼，其中，建成于1954年的亚洲保险大厦[现已转为雅诗阁（Ascott the Residence）旗下的服务式公寓]是当时的最高建筑物，共有20层。市区重建计划迅速改变了新加坡的天际线，20世纪70年代，摩天大楼开始陆续矗立在珊顿道（Shenton Way）和来福士坊一带，如罗敏大厦（1973）、联合工业大厦（1973）、珊顿大厦（1973）、海洋大楼（1974）、丰隆大厦（1975）、星展银行大厦（1975）和华侨银行大厦（1976）等。[注]值得注意的是，它们中有一些已经经历了一个完整的淘汰周期，或被重建，或进行了全面升级。市区重建局带动了市区重建的势头，到20世纪80年代，一批高层办公楼和酒店陆续建成，其中最负盛名的是渣打银行大厦（1984）、来福士城（1984）和海外联合银行（OUB）中心（1988）。然而，在此期间及后续阶段，很多重建项目并不在市区重建局所掌握的地块范围之内，近期落成的现代化建筑群多数位于滨海湾地区通过填海造地方式获得的土地之上。

新加坡建国初期的25年，商业房地产开发活动均受到资金的局限性约束。20世纪七八十年代，英国、美国和澳大利亚这些发达市场已成功开发本土机构投资市场，[注]与之不同的是，新加坡并不能从此类本土机构投资市场中获益。由于资金匮乏并缺失机构投资者的支持，房地产开发商不得不寻找创新方式为开发项目融资。20世纪70年代，房地产开发商通过将购物中心和写字楼拆分为分层单位，以分层地契的形式将其在零售市场上出售给用于投资或自身业务发展的个体买家，进而回收稀缺

的资金。时至今日，我们仍然可以在市区黄金地段看到当年以分层地契形式开发的商业建筑的身影，如乌节路（Orchard Road）附近的幸运购物中心（Lucky Plaza）和远东购物中心（Far East Shopping Centre），安顺路（Anson Road）上的凯联大厦（International Plaza）和美芝路（Beach Road）沿街的黄金坊（Golden Mile）、黄金大厦（Golden Mile Tower）及文雅大厦（The Plaza）。注这种资金周转方式一直被沿用至今。然而，自20世纪70年代以来，房地产开发商的资金状况逐步得到好转，其中有很多已成为上市公司，它们已经能够在更长的投资期内更好地持续发展。一些早期在新加坡上市的房地产开发公司有：新加坡联合工程公司、城市发展有限公司（City Development Limited）、新加坡置地有限公司（Singapore Land Limited）、新加坡宝德有限公司（Boustead Singapore Limited）和国浩房地产有限公司（GuocoLand Limited）。毋庸置疑，伴随时间的推移，这些企业的资金状况不断改善，商业地产开发项目的质量也在不断提高。21世纪初，REITs的到来，为资金周转开辟了又一条道路。

由房地产开发商/企业家的阶段起步，通过搭乘世纪之交的全球化和资产证券化这两列快车，新加坡房地产业得到了进一步发展。

从本土化到全球化

50年前，无论在世界的哪一个角落，房地产基本上是由专注于本土市场的开发商/企业家所驱动的实体产业，极少有人敢于拓展海外业务。直到20世纪90年代，房地产业在跨境资本的规模和流动方面，呈现出真正的全球化趋势。新加坡正是这一趋势的受益者，她既是外国投资者的资本进口国，也是通过其本国投资机构和开发商开展离岸投资活动的资本出口国。

房地产跨境投资并不是一个新现象。20世纪90年代之前，资金流动的规模相对较小，而且呈波浪式趋势，每一次的起伏主要是由占主导优势的发达经济体所引导的，资金也只限于在发达经济体间流动。首先是20世纪60年代的英国，然后是70年代的荷兰，再后来是80年代的日本，直到90年代，投资性资金流的多向化在房地产领域变得清晰可见，中国成为21世纪初崭露头角的重要外国投资者。

在过去的20年里，跨境投资活动激增的主要原因有三个：第一，新加坡没有经历过像发达经济体在20世纪七八十年代发展机构房地产市场的阶段。房地产以其具备风险分散、抵御通胀和长期回报稳定的优势，被正式看作可纳入多资产投资组合中的一项替代资产。由此引发大量资金注入本地市场，相应提升了房地产投资管理品质并壮大了投资专业人才的队伍。第二，世界上组织起来的储蓄存款（organised savings）呈巨额增长趋势，这迫使机构投资经理在竞争日趋激烈的全球市场上寻找具有更高风险调整收益的海外投资产品。根据普华永道（PWC）的研究报告，包括养老基金、保险公司和主权财富基金在内的全球资产管理总额，预计将从2014年的63.9万亿美元增至2020年的101.7万亿美元，即仅仅通过6年的时间就可实现59%的增幅。[注]第三，房地产投资领域不断扩张。过去的20年里，越来越多的市场（包括新兴市场）面向海外投资和机构房地产投资开放，REITs和债务证券类新型投资产品持续成长。

值得关注的是，新加坡政府投资公司（Government Investment Corporation）从20世纪90年代末起，开始在更多国家实施多元化的投资策略。自新加坡政府投资公司成立之日起，其发展历程就反映了国际资本投资市场的动向。除了荷兰和中东的投资机构，新加坡政府投资公司也是世界上最早被授权投资外国房地产的机构投资者之一。虽然成立于1982年，但是新加坡政府投资公司所有早期的投资项目几乎都在美国，因为美国是当时唯一兼具深度和广度的市场，并能满足审慎型投资机构相对保守的风险投资偏好。随后，新加坡政府投资公司才逐步往其他区域进行多元化扩张。20世纪80年代后期，新加坡政府投资公司在欧洲进行了适度的投资。而直至20世纪90年代中后期，它才开始在亚洲区域进

行投资。正是从这时开始，新加坡政府投资公司的投资资产组合才真正实现了“全球化”，而且仍在继续扩大其全球投资组合。至今，新加坡政府投资公司的投资业务已覆盖30多个国家。

新加坡政府投资公司并不是新加坡唯一一家涉足海外的企业。至20世纪90年代，新加坡的其他企业同样被国际化趋势所推动。本土企业，如新加坡置地、远东机构、淡马锡集团（Temasek Group）、凯德集团（及其前身发展置地和百腾置地）、吉宝置业（Keppel Land）、腾飞集团、国浩房地产有限公司和城市发展，都开始进军海外市场，它们的目标大多锁定在亚洲新兴市场，包括中国内地、中国香港、印度、韩国及东南亚地区，它们也在英国、澳大利亚、日本和美国这些发达市场开始小规模地扩展业务。但是，上述企业的主要业务仍然在新加坡市场。截至2013年，新加坡企业的海外房地产投资额达到442亿新元，占新加坡海外直接投资总额的8.3%。其中，中国作为最受欢迎的投资目的地，吸引了233亿新元的投资。[注]与全球投资趋势一致，在新加坡投资者进军海外的同时，新加坡也吸引了大量的海外投资。国际投资者起初只是试图收购实体房地产，但是随着新加坡REITs市场的发展，他们的投资也继而扩展至房地产证券。

20世纪90年代，外国房地产开发商和投资者开始在新加坡进行投资。当时一个最负盛名的项目是由长江实业集团有限公司（CK Asset Holdings Limited，简称长江实业）带领的中国香港财团于1997年所开发的新达城（Suntec City）。之后，诸多来自澳大利亚、印度尼西亚、马来西亚、日本和中国的外国房地产开发商，或独立开发或与本地开发商成立合资公司，纷纷在新加坡进行住宅和商业地产的投资。近期，又有两个大型混合用途型开发项目在中央商务区落成，它们分别是亚洲广场和滨海商业金融中心。亚洲广场是由麦格理全球房产顾问公司于2013年建成的，而滨海商业金融中心是由香港置地（Hong Kong Land）、吉宝置业和长江实业于2012年建成的。

投资全球化的另一表现是，国际基金经理和其他中介机构陆续在新

加坡成立区域办事处。凭借自身稳定的政治环境以及强大可靠的软硬件基础设施，新加坡作为重要的金融中心，吸引着越来越多的投资者。新加坡拥有大量训练有素的房地产专业人才，他们能够应对非常复杂的行业环境。除此之外，新加坡政府还给予符合条件的区域办事处一定的额外优惠政策，即税收减免。新加坡在亚洲的战略性地理位置，使其成为亚洲房地产投资项目的天然发布平台。

一些投资经理把他们的区域总部设立在新加坡，如保德信（美国保诚在亚洲的子公司）、瀚亚投资（英国保诚全资子公司）、特许投资管理、领盛投资管理、瑞典北欧斯安银行和英杰华集团 [最近被摩根大通（JP Morgan）收购]。机构投资者也纷纷在新加坡设立了办事处，如魁北克储蓄投资基金、华新（中国）和挪威央行投资管理公司。[注]在新加坡，担任投资经理、投资分析师、交易员和经济师等职务的投资专业人士的数量几乎翻了4倍，已由1997年的814人增加到2012年的3 312人。由此不难看出，新加坡已俨然成为投资领域的区域中心。[注]

中介机构可为投资决策提供必要的信息。远离了舒适且熟悉的本国市场，外国投资者需要面对陌生的市场基本面与结构、商业惯例和监管条例及税收框架。不难发现，专业的房地产中介机构和专业人士借此机会大量涌入，如银行、基金经理、资产管理者、律师、会计师和顾问及经纪人，他们都为投资者提供信息。随着越来越多的服务供应商、国际房地产顾问和经纪公司的加入，它们彼此之间的竞争也日益激烈。像仲量联行（Jones Lang Lasalle）、世邦魏理仕（CB Richard Ellis）、莱坊（Knight Frank）、戴德梁行（DTZ Debenham Tie Leung）和高力国际（Colliers International），它们大多已经在新加坡市场上深耕了40余年，同新加坡房地产市场共同成长，并通过为本地和国际客户提供服务来不断加强自身业务并坚持屹立不倒。

从实体房地产到房地产资本市场

新加坡是房地产实体与资本市场一体化这一全球趋势的受益者。长期以来，通过建造或购买房地产并凭借对其持有而收取租金的商业地产投资模式始终维持不变，这种投资模式的资本结构通常由私募股权和银行贷款组成，这与大多数个人为自己的房屋融资有所不同。尽管这种资本结构仍然普遍存在，但是房地产业和资本市场在过去20年的创新，使得与房地产相关的资本结构的各个部分都能够在私人和公开市场上进行交易。这一变革性的转型，迅速扩大了房地产的投资手段和工具所覆盖的范围。资本市场的新思维和创新，使得资本结构中的股权和债务都能够实现交易，而不是仅仅局限于实体房地产交易。所谓的“四象限法”已经成为当今发达市场上现代房地产投资实务的一个组成部分；四象限代表的是私人和公共市场、债务与股权。

早期创新性债务工具的使用只限于美国，之后传播到欧洲较发达的市场。除在日本和澳大利亚进行过有限的开发外，亚洲房地产债务市场总体未被充分开发。在新加坡，第一只商业地产抵押贷款支持证券（Commercial Mortgage Backed Securities，简称CMBS）是以丰隆大厦作为抵押的，额度为1　850万新元。但在随后的房地产繁荣时期（1994—1997年），新加坡共发行了16只价值为23.2亿新元CMBS。在遭遇1997年亚洲金融危机冲击时，房地产开发商面对融资压力纷纷将其资产转移至特殊目的载体（Special Purpose Vehicle，简称SPV），用于发行具有固定息票收益的商业地产支持证券（Commercial Real Estate Backed Securities，简称CREBS）。尽管新加坡房地产债务投资市场发展到2006年时，总值已高达59.1亿新元，而种类也多达31个，但是这一初建市场被全球经济危机无情地摧毁，从此以后就再也没有发行过更多的证券。然而，近期美国黑石（Blackstone）和新加坡城市发展针对圣淘沙（Sentosa）的一处物业进行了结构化债务交易，这可能预示着随着传统贷款渠道的收紧，此类创新型债务工具将更易获得。[注]

在股权方面，REITs的出现是一个重大的突破，它引起了公共房地产股权和私募（有时也称为“非上市”）股权基金全球性证券化的涌现。在其规模和影响方面，现代REITs时代始于20世纪90年代初期，当时的美国正在遭遇储贷危机，对那些无力偿还贷款的业主而言，REITs成为他们在房地产融资市场紧缩时的一种融资方式。这一融资方式被迅速推广并且飞速发展，至20世纪90年代末期，已有超过60只市值为1 180亿美元的REITs在美国公开上市。

REITs模式在全球37个国家得以发展，[注]这标志着房地产业发生了重大变革。它不仅为投资者提供了又一种投资渠道，还确保了更高的流通性，颠覆了那些原以为房地产是大额投资并缺乏流通性的传统观念。它还使得小额投资者能够进入商业房地产领域，并为房地产开发商和资产所有者提供了另一种资金回笼方式。

伴随新加坡第一只REIT——凯德商用新加坡信托（Capita-Land Mall Trust）的发行，新加坡于2002年下半年正式进入REITs市场。尽管进入时间相对较晚，其发展却异常迅速。截至2005年，新加坡已有5只总市值达到52亿新元的REITs。[注]时至今日，新加坡REITs市场的增幅超过12倍，已有28只上市的REITs和6只上市的合订式资产信托基金，总市值达到667亿新元。[注]

新加坡REITs市场的发展，为房地产股权提供了重要的额外资金来源，而且有助于深化商业房地产市场。房地产开发商如今拥有了资金回笼的可靠方法，而小额投资者也能够通过REITs进行投资，以拥有此前不可企及的大型商业资产的部分股份。对于那些一直寻求新加坡商业地产和其他亚洲市场投资机会的投资者来说，新加坡REITs已然成为具有吸引力的投资工具。

与其他市场上的类似投资工具一样，新加坡REITs是一个主要面向本地房地产而推出的投资工具。然而，由于受新加坡市场规模所限，REITs走出了一条特色之路，即吸引了大量来自国外的房地产投资者。在现有28只REITs当中，至少有10只涉及国外房地产投资者，[注]而至少

有6只完全由国外房地产投资者所组成。[注]事实上，新加坡早于许多其他亚洲国家，率先创建了一个功能健全的REITs市场，这有助于吸引外国投资者在新加坡上市。这个独一无二的特征，部分归功于REITs的基金经理们的努力。因为受到新加坡市场规模的限制，所以他们大力搜寻其他国家的资产以作投资。

另一个国际现象是近20年来房地产私募股权基金的成长。2007年，私募股权基金募集资金高达7 600亿美元，[注]但其在全球金融危机时期经历了严峻的考验，其中很多已经不复存在。在全球金融危机过后的几年里，融资变得非常困难，只有那些具有资历且规模较大的全球基金才能够相对容易地筹集到资金。然而，近几年来资金筹集活动显著回升，这意味着私募基金投资者重拾信心。截至2013年，百强基金管理人所管理的资产总额（AUM）已达到2.14万亿美元，明显高于2012年的1.94万亿美元。[注]

新加坡成立的第一家基金管理机构，是于1994年由美国保诚（US Prudential）、仲量联行和新加坡政府投资公司组建的三方合资企业，名为东南亚房地产公司（South East Asian Property Co.，简称SEAPAC）。随后，新加坡房地产公司也看到了私募基金管理业务作为公共REITs管理业务的扩张潜力。2003年，吉宝置业的房地产投资分支机构——首峰资金管理公司（Alpha Investment Partners）创建了一只封闭式基金——亚洲第一房地产基金（the Asia No. 1 Property Fund）;[注]而凯德集团于2008年在中国推出了它的第一只综合发展私募股权基金——来福士中国基金（Raffles City China Fund）。[注]此后数年，又有更多的基金管理机构在新加坡陆续成立，包括亚腾资产管理（ARA Asset Management，简称亚腾）、普洛斯（Global Logistic Properties）、太平星金融（Pacific Star Financial）、鹏瑞利置地集团（Perennial Real Estate）和保诚亚太房地产投资（Prudential Real Estate Investors Asia Pacific）。[注]鉴于新加坡的市场规模有限，大多数基金的投资范围已超越新加坡而以亚洲市场为主。

结论

从简单的实体房地产起步，新加坡房地产业已经发展到高度复杂的水平，不仅为公共和私人市场提供了一系列的投资选择，而且确立了其作为亚洲房地产基金管理活动区域中心的地位。新加坡房地产的公私合营模式收效甚佳，它使得私人开发商和投资者能够在满足政府政策议程的同时获利。通过合理规划以及对良好时机的把握，这种公私合营模式无疑能够使新加坡房地产业有效地把握机遇并应对挑战。

回首过去50年变革之路，新加坡房地产业充分显现出自身的韧性、创新力和适应力，希望它能够继续迎接未来的挑战。房地产业必须适应不断出现的新需求，如人口老龄化的应对、不断变化的人口结构、工作与生活的更好平衡、更优质的工作空间、更高的生活水平以及针对新的设计与施工更为严格的可持续发展标准。

IT（信息技术）和电子商务已经改变了传统的购物习惯并使一些商场变得不合时宜，它们将对我们工作、生活和娱乐的内容与地点继续产生深远的影响。在很多资本市场举措中，如REITs的设立和基金财富管理，新加坡都已夺得头筹，但其作为亚洲房地产基金管理活动中心的地位将接受来自区域内其他城市的挑战。未来发展之路的确困难重重，过去50年的成功经验未必会在接下来的50年继续发挥作用，新加坡需要积极开创新的房地产开发模式。

---

1. 由新加坡统计局按当前市场价格计算。
2. 资料来源：Phang Sock Yong. Home prices and inequality: Singapore versus other globalsuperstar cities. The Straits Times，3 April 2015。
3. 请参阅第三章。
4. 有关各政府机构的作用，请参阅第二章。
5. 市区重建局是新加坡的城市规划机构，主要负责规划城市的实体发展和优化有限土

地资源的使用。市区重建局提供最新且详尽的房地产市场数据和信息，以提高房地产市场的效率和透明度。

6. 白色地段这一概念于1995年10月由市区重建局首次引入。开发商购得白色地段后可以根据市场需求自行决定用途和建筑面积（不可超过市区重建局为该地块规定的最大建筑面积）。

7. 资料来源：Singapore: A Pictorial History，1819-2000，Gretchen Liu，Psychology Press，2001，at pg 324。

8. 资料来源："The Changing Face of Singapore: Marina Centre"，URA，Skyline Jan-Feb2000。

9. 资料来源："Realising the Marina Bay Vision"，URA，Skyline Jul-Aug2008。

10. 有关新加坡在输出房地产开发和城市规划专业知识方面的经验，请参阅第六章。

11. 资料来源：《新加坡统计年鉴》，2015年。

12. 有关私宅市场份额的分析，请参阅第三章。

13. "家庭"是指由居民（即新加坡公民或永久居民）构成的家庭。有关新加坡住宅市场的详细介绍，请参阅第三章。

14. 资料来源：新加坡统计局。

15. 1平方英尺 = 0.092 903平方米。——编者注

16. 资料来源：Singapore Then & Now，Ray Tyers，revised by Siow Kin Hua，Landmark Books（1993）。

17. 更多细节，请参阅第四章。

18. 资料来源：Colliers International White Paper"Bright Spot in Singapore Property Market:Strata-titled Office"，March2012。

19. 资料来源："Real Estate 2020: Building the Future"，PwC，2014。

20. 资料来源：新加坡统计局。

21. 资料来源："2014 Singapore Asset Management Survey，Singapore-Global City，World of Opportunities"，Monetary Authority of Singapore。

22. 资料来源：Singapore Asset Management Industry Surveys 1998-2012，Monetary Authorityof Singapore。

23. 有关新加坡债务市场的发展，请参阅第八章。

24. 资料来源：European Public Real Estate Association（EPREA），http://www. epra. com /regulation-and-reporting/taxation/reit-survey /，accessed on 11 November 2015。

25. 资料来源：The Growth of REIT Markets in Asia，Joseph T. L. Ooi，Graeme Newell and

Sing Tien Foo（2006），Journalof Real Estate Literature，Volume14No.2，pp.203-222。

26. 资料来源：新加坡交易所。

27. 城市发展酒店服务信托（CDL Hospitality Trust，简称CDL H-Trust）、腾飞房产投资信托（Ascendas Real Estate Investment Trust）、腾飞酒店信托（Ascendas Hospitality Trust）、雅诗阁公寓信托（Ascott Residence Trust）、第一房地产投资信托（First Real Estate Investment Trust）、吉宝房地产信托（Keppel REIT）、星狮商产信托（Frasers Commercial Trust）、华联商业房地产投资信托（OUE Commercial REIT）、百汇生命房地产投资信托（Parkway Life REIT）和新达信托（Suntec REIT）。

28. 置富产业信托（Fortune REIT）、凯德商用中国信托（Capita Retail China Trust）、丰树大中华商业信托（Mapletree Greater China Commercial Trust）、最善房地产投资信托（Saizen REIT）、力宝商场印尼零售信托（Lippo Malls Indonesia Retail Trust）和德国办公房地产投资信托（IREIT Global）。

29. 资料来源：普瑞奇（Preqin）。

30. 资料来源：International Real Estate Inc（IREI），“Special Survey on Global Investment Managers，2014”。

31. 资料来源：“Alpha raises $1.6b for its latest fund”，Business Times Singapore，16 July 2008。

32. 资料来源：“CapitaLand sets up first integrated development private equity fund in China”，CapitaLand，News Release，16 July 2008。

33. 资料来源：普瑞奇。

第二章

房地产业的演变：政府机构的作用

余熙明 程天富



导言

自新加坡独立以来，政府通过各机构在发展国家经济方面（包括房地产业），起着带头作用。在过去这50年里，任何一个关于新加坡房地产市场与房地产业的转变记录都应该对各政府机构所做出的显著贡献给予肯定。其实，许多政府机构在独立之前就已经成立了——它们有些是在1959年国家获得自治权的时候成立的，成立于1960年的新加坡建屋发展局就属其中之一。在1965年新加坡取得独立时，公共住房的供给就已经取得了重大的突破。如今，建屋发展局是最大的公共住房开发商，它为超过80%的新加坡人提供住房。这个成就只不过是众多成就中的一个，它能明确地展示政府机构在房地产业的改革中所扮演的角色。

的确，政府机构的作用不能被过分强调；大多数情况下，它们必须在私人企业进入市场竞争之前就发挥领导作用。紧密的公私合作是促成房地产业蓬勃发展的一项至关重要的因素。

每个政府机构的参与和贡献都已经被详细地记载下来。因此，本章的目的只在于概述这些机构在新加坡城市景观蜕变过程中所起到的关键作用。本章将概述各公共机构在不同的房地产发展周期中所扮演的角色，强调政府在规划与开发、住房与工业和经济发展这三大关键领域的重要地位。本章最后以重申政府和私人企业的合作伙伴关系在房地产业过去50年发展中的重要性作为总结。

房地产是一个多方位且复杂的主体。它为人类提供了住处这一基本需要和配套的设施与设备。它通过工业和商业领域支撑并驱动着经济的增长与发展。它还通过酒店、服务型公寓和旅游景点巩固了休闲旅游业的发展。事实上，它涵盖了各种建筑和机构，包括学校、医院、公共建筑，而且还延伸到了公园、绿地和运动休闲设施。鉴于房地产的多样性和广泛性，新加坡16个政府部门中至少有6个对房地产业有着直接的影响，这不足为奇。它们分别是国家发展部、贸易与工业部、环境与水源

部、财政部、律政部和交通部。各种法定部门和机构的具体作用将会在不同的房地产发展周期中被分阶段介绍。必须指出的是，还有其他的政府机构也对房地产活动有着间接的影响。例如，人力资源部（MOM）监管外籍劳工的雇佣状况，这些劳工在建筑业人力资源中占有相当大的部分。所以，尽管人力资源部的整体政策和规章制度大致上对房地产业没有直接的影响，但是关于规管外籍劳工的雇佣政策可能会对它产生直接的影响。

政府机构在房地产开发生命周期中的作用

一个房地产开发生命周期包含6个主要阶段。从最初的空地（土地整合与筹备）到规划与审批、施工与项目管理、营销与租赁、占有与使用以及升级、更新与再开发，政府在各个阶段中扮演着多重角色。房地产开发周期见图2.1。

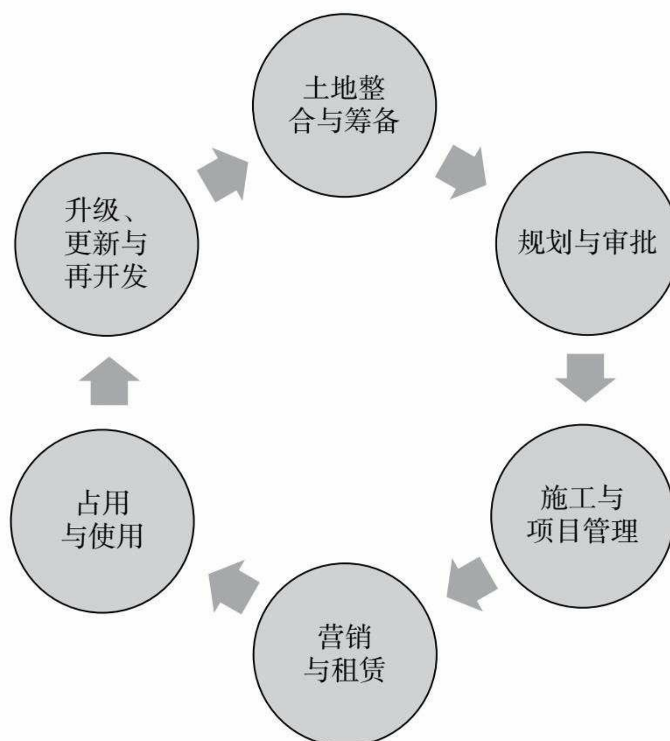


图2.1 房地产开发周期

土地整合与筹备

在房地产开发周期的初始阶段，与其他在同时期取得独立的国家相比，新加坡独具特色。新加坡作为一个小型的岛国，其土地规管框架具备的优势在于它能够监督单级机构关于房地产开发的所有事宜。然而，土地规模的制约使它迫切地需要通过填海工程扩大实体版图。如今，主要的设施建设和房地产项目，例如樟宜机场和滨海湾，都坐落于填海土地上。土地征用是在20世纪六七十年代时推行的，目的是推进住房、交通和学校这些公共项目工程。实际上，《土地征用法》是在20世纪60年代新加坡城市化转型框架被制订时通过的。尽管有些国家也可能面临类似的限制，绝对主导权的实施创建了如今的新加坡。在今天的新加坡，大部分的土地属国有土地，同时私人领域的发展也被积极地推动。

新加坡在独立时期所面临的众多严峻问题之一就是中区的居住环境亟待改善。都市更新处（URU）成立于1964年，它旨在推动中区的全面市区更新与重建项目。它的任务是把中区重塑成一个充满生气的现代商业中心。这就需要为居民寻找新的住所，为工业区寻找新的厂房地点。重建中区是一个辛苦而艰巨的任务。新加坡在早期缺乏管制和规划，这导致了店屋成群地聚集在中区，而这一区已恶化成名副其实的贫民区。零碎的地块令都市更新处难以整合土地以执行有意义的现代化开发项目。店屋过度拥挤且老旧过时；街道狭窄；而且，最具挑战的难题是如何大规模地把居民从中区迁移至新加坡中区以外的区域。都市更新处在1966年更名为市区重建处（URD）。市区重建处的办公人员直面挑战，迎难而上。他们去实地考察以了解民情和实地情况，并和公共住房的规划者携手合作。居住在中区贫民窟的居民逐渐地被安置在第一代建屋发展局组屋里。这些组屋都具备了便利的现代设施，例如自来水、电力和公共卫生系统。更重要的是，居民拥有了更大且属于自己的居住空间

——房间不再是一个需要与其他家庭共用的临时店屋隔间。在满足了房屋需求后，市区重建处终于能够开展新加坡市中心的重建工作了。

1966年，《土地征用法》的通过为市区重建处征用、清理和整合零碎的土地地段以建立国家土地储备和安置居民工作扫清了道路。直到1967年，市区重建处通过土地出售（Sale of Sites）项目成功售出了13个地段。土地出售项目帮助市区重建处实现了重建新加坡市中心的愿景。首批完成的开发项目之一就包括珍珠坊（People’s Park Complex）——东南亚首个具有现代化国际水准并且集商店、办公室和住宅公寓于一身的综合式建筑。在20世纪七八十年代，市区重建处（和之后的市区重建局）推行的土地出售项目有助于将一个掺杂着各类店屋的中区改造成一个新生国家的市中心，并使它成为世界标志性的市中心。

政府土地销售（GLS）项目取代原有的土地出售项目，促成了政府和私人企业之间的合作伙伴关系。在通过招标方式出售与释出土地以供发展之前，政府规划并开展重点基础设施的建设；私人企业则提供资本投资和技术专业知识来开发这些地块。作为政府主要的土地销售代理机构，市区重建局协助开展历史悠久的新加坡河地区的复兴工作，使它成为一个富有朝气的商业、休闲和娱乐区；还把丹戎禺（Tanjong Rhu）改造成一个优质的滨海居住区。滨海湾是新加坡新兴的金融区，主要发展包括滨海湾金融中心（Marina Bay Financial Centre）和亚洲广场。它的成功开发以及新兴发展中心在裕廊湖区及巴耶利峇中心的建设都得归功于政府土地销售项目。

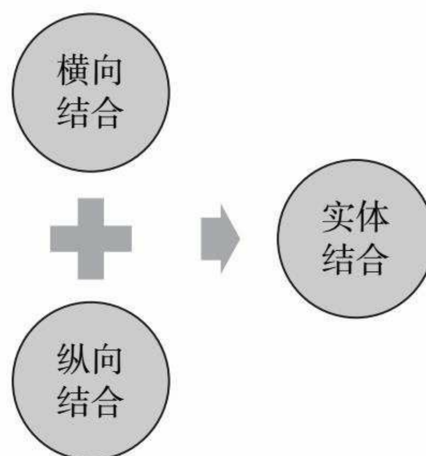
供发展用的土地整合必须具备一些基础设施，例如供水、供电、排水系统和其他设施。这些是房地产发展的必备条件，而在新加坡，大部分的土地整合和平整是由政府部门承办的。正因如此，新加坡房地产开发才能够按时完成，这有助于加快城市发展的步伐。另一个重要的基础设施是陆路交通。房地产的价值在于其位置，因此其价值也在于交通的方便程度。陆路交通管理局（LTA）负责规划、运营和维护新加坡的陆路交通设施与系统。具体来说，公路和铁路是陆路交通的两个组成部

分，而它们的建设成为支撑房地产发展的基础设施的一部分。

土地使用和交通系统的结合在新加坡房地产发展的规划方面一直都是至关重要的。历年来，依据土地使用、地段限制和建筑成本，这样的结合（见图2.2）无论是纵向还是横向都有所增长。

公路是新加坡房地产开发项目的主要进出途径。如若管理不当，将可能造成如交通拥堵和噪声等负面效应。这些年，新加坡对道路基建投资巨大。在土地有限的情况下，政府推出如拥车证和公路电子收费系统等财政措施，以限制轿车数量和使用量的增加。为了克服土地稀缺的问题，新加坡利用地下空间建设交通系统，其中包括长达9公里并且完全建于地下的加冷—巴耶利峇高速公路（KPE），还有滨海高速公路（MCE）。自1982年以来，捷运系统也有了长足的发展。捷运系统中的MRT于1988年开放南北线的部分阶段，紧接着，东西线和南北线也在1990年竣工。事实证明，MRT是一个有效的公共交通工具，在与巴士系统进行无缝结合时尤其有效，因此这也说明了延伸新线路与新站点的必要性。MRT一直以来都是概念规划的重要部分，而且所有的房地产开发项目都会因该区附近有MRT站而获利。在过去的20年里，靠近MRT站的房地产都因为交通便利而有所增值。

MRT（大众捷运系统）地铁站、巴士换乘站与住宅/商业开发项目都位于同一处
例如：金文泰（Clementi）市镇和大巴窑（Toa Payoh）新镇



通过利用地下空间来结合相似的用地类型，进而优化土地利用
例如：多美歌（Dhoby Ghaut）MRT换乘站

图2.2 土地使用和交通系统的结合

规划与审批

国家小对城市规划来说利弊参半。虽然它使规划和控制变得更容易，但是却受到土地资源有限的制约。规划和发展管制是新加坡房地产业转型成功最基本、最关键的因素之一。

市区重建局是一个领导机构，它担负着优化有限土地资源的任务。新加坡在土地使用规划上采用了两级规划运作体系。这个规划体系包括概念规划和总体规划两部分。前者是一个长期战略规划，主要针对社会、经济和环境这些广泛的国家问题；后者根据地方发展需要为每一个地块制定了详细的规范，例如土地使用类型、密集度、公路网、休憩用地、建筑形式和高度。同时，这些规划满足了每一个区域人口的房屋需求，以及社区、商业、工业、交通运输和娱乐设施的需求。长期规划和具体规划已经成为新加坡发展的标志。总体规划委员会站在新加坡主要的土地使用者的角度来研讨概念规划和总体规划。除了分配土地用途，市区重建局还监督发展管制的各个方面，包括土地和建筑保护。因此，新加坡的实体规划是由一套综合性的规划系统和发展管制规范与明文法律所支撑起来的。

在联合国开发计划署（UNDP）的技术援助下，第一个概念规划于1971年形成。它遵循一个“环形”的规划方案，而在该方案中，建筑物围绕着中央集水区并且被层层绿化带区分隔开来。像樟宜机场、MRT、中央商务区等大型的开发项目就是第一个概念规划所概述的部分成果。概念规划每10年（1991年、2001年和2011年）进行一次复检，这是为了使规划与时俱进并适应环境的迅速变化与应对未来人口与经济的增长。2003年，市区重建局还公布了一项雄心勃勃的以推动新加坡成为世界级商业中心为核心的计划。此计划将通过紧密衔接南滨海市中心和来福士坊、珊顿道与滨海中心地区现有的中央商务区来达成。

案例2.1 滨海市中心一个新型中央商务区的创建[注]

2003年6月，市区重建局揭开了在滨海湾市中心（Marina Bay Downtown）的最新总体规划，目的在于把新加坡改造成一个国际化的商业与金融中心。滨海湾市中心紧密衔接了当前在来福士坊、珊顿道和滨海中心的商业中心，为商务、生活、办公和休闲提供了环海湾区独具特色的国际场所。

因为政府预测到中央商务区的扩张潜力，所以新的滨海湾市中心有360公顷的土地是在20世纪七八十年代由填海造出的。他们根据可持续发展战略把它规划成一个充满生机且具有24小时不间断活动的综合式住宅区。该地区连接着4条高速公路（RTS）和9座地铁站，而且还计划铺设自行车独立专用通道网络。为了让行人在海湾地区行走自如，这里还构建了具有步行景观大道的综合行人连接系统、有盖行人通道、地下商场和空中走廊。在滨海商业和金融中心地段的附近，1.8公顷大的地下商场连接了来福士坊地铁站、滨海商业与金融中心的地下层、来福士码头一号（One Raffles Quay）和其他周边的开发项目。它配备了国家最先进的基础设施，其中包括集中式停车场、共用服务设施隧道和集中式垃圾处理系统。

滨海湾市中心（见图2.3）[注]大部分的地段都被划为白色地段，目的是提供灵活性，以建设富有办公、酒店、住宅、零售和娱乐设施的综合式建筑物。高密度、高楼层住宅开发项目也被规划在列，以提供优质的城市生活选择。为支撑未来15~20年的发展，面向滨海湾的填海地段将被逐步地释放，用于建设总楼面面积（gross floor area）约为127万平方米的开发项目和1 150个住宅单位。



图2.3 一座世界级城市正被创造——滨海湾市中心

总体规划于1958年诞生，它是土地使用的法定规划，指导了新加坡在接下来10~15年的中期发展。它每5年复检一次，这是为了能动态地引导当地的开发活动，以实现概念规划的长期目标。明确的规划参数为开发商和未来投资者的房地产开发活动提供了明确方向。1987年，市区重建局提出了开发指导规划，为岛内的55个细分区域制订详细的土地规划。这也是政府对1985年总体规划进行的系统、全面的部分检查。55个开发指导规划全部在1998年12月完成，并且被纳入新的总体规划。新的总体规划自出现以来已经从一个静态的规范性规划文件进化成了一个颇具前瞻性的规划。开发指导规划在1995年10月提出了“白色地段”这一概念。从规划机构的角度来说，这是一个正面的概念，它能确保土地使用规划迎合市场状况。对于被划入白色地段的土地，只要所建面积不超过许可总楼面面积，开发商可自由选择用地的综合使用性质及各类用地的用地比例。开发商可在项目的任何阶段随时更换土地使用性质，且不必支付因变更至更有价值的土地使用性质而被强加的土地增值税。这种创新的做法也反映了新加坡政府应对土地规模限制的方式。

案例2.2 白色地段

由于白色地段的灵活性，开发商能够对市场状况迅速做出反应，从而降低市场需求与土地使用不匹配的风险。[注]这种内置的灵活性赋予了白色地段额外的价值，因而它在高度波动和动态的房地产市场上显得弥足珍贵。[注]表2.1列出了政府通过土地出售计划所售出的白色地段。[注]

表2.1 由市区重建区销售的白色地段

序号	中标日期	地点(开发指导规划)	所允许的开发项目类型	地块面积(平方米)	总容积率	总楼面面积(平方米)	租赁期(年)	中标人	中标总价/每平方米中标均价(新元)
1	1996年3月13日	密驼路(Middle Road)普林塞普街,位于梧槽(Rochor)	商业或酒店或商业/住宅	2 600.6	4.2	10 923	99	IOI地产有限公司(IOI Properties Berhad)	52 222 222/4 780.94
2	1996年3月13日	中国广场(China Square),位于中心区(Downtown Core)	商业或酒店或商业/住宅	3 077.5	13.9	42 655	99	新加坡发展银行(The Development Bank of Singapore Ltd.)	367 310 736/8 611.20
3	1996年9月16日	购物中心[来福士连道(Raffles Link)/来福士林荫道(Raffles Boulevard)/尼诺大道(Nicoll Highway)],位于中心区	商业或酒店兼住宅或具有地下购物中心的酒店	17 992.6	3.5①	36 740	99	HKL(滨海)有限公司[HKL(Marina) Ltd.]	292 005 000/7 947.92
4	1996年10月21日	竹脚角(Tekka Corner A)[实龙岗路(Serangoon Road)/双溪路(Sungei Road)],位于梧槽	商业或酒店或商业兼住宅及停车场	6 332.0	3.5	22 162	99	重工地产私人有限公司(Hicom Properties Sdn Bhd)	84 000 000/3 790.27
5	1996年11月6日	中国广场F[桥南路(South Bridge Road)/克罗士街(Cross Street)/中国街(China Street)/南京街(Nankin Street)],位于中心区	商业或商业兼住宅或酒店	13 981.7	3.5	48 550	99	美瑞威控股私人有限公司(Merevale Holdings Pte. Ltd.)	308 000 100/6 343.98
6	1997年6月4日	中国广场G[桥南路/毕麒麟街(Pickering Street)/中国街/南京街],位于中心区	白色地段(可供商业和/或住宅和/或酒店和/或医疗中心,不含医院与疗养院)	13 554.1	3.0	40 300	99	美瑞威控股私人有限公司Ltd & 大东方人寿保险有限公司(The Great Eastern Life Assurance Co. Ltd.)	340 050 000/8 437.97
7	2000年2月21日	克拉码头地铁站(Clarke Quay MRT Station),位于新加坡河(Singapore River)	白色地段(商业和/或酒店和/或住宅,允许服务型公寓)	15 302.3	5.6②	77 577.36	99	艺联私人有限公司(Arts Associate Company Pte. Ltd.)	340 800 000/4 393.03
8	2001年3月16日	来福士码头/滨海林荫道(Marina Boulevard),位于中心区	白色地段(商业/酒店/住宅)具有举办活动功能的地下步行街	11 366.9	13.0	147 770	99	林荫大道发展私人有限公司、科米娜投资有限公司和弗莱德私人有限公司(Boulevard Development Pte. Ltd, Comina Investment Limited & Freyland Pte. Ltd.)	461 816 800/3 125.24
9	2002年5月14日	滨海林荫道(B),位于中心区	白色地段(商业/酒店/住宅)	9 090.9	13.0	118 182	99	格伦盖瑞私人有限公司(Glengary Pte. Ltd.)	288 900 000/2 444.53
10	2002年5月31日	西娜兰通道(Sinaran Drive),位于诺维娜(Novena)	白色地段(商业/酒店/住宅/市民和社区机构)	7 822.6	4.2	32 855	99	荣耀房地产私人有限公司(Glory Realty Co. Pte. Ltd.)	100 800 000/3 068.03

序号	中标日期	地点(开发指导规划)	所允许的开发项目类型	地块面积(平方米)	总容积率	总楼面面积(平方米)	租赁期(年)	中标人	中标总价/每平方米中标均价(新元)
11	2005年7月14日	滨海林荫道/中央林荫道(Central Boulevard)(滨海湾金融中心),位于中心区	商业和金融中心开发,办公使用至少达到60%的最大允许总楼面面积。剩余总楼面面积可用于如酒店、住宅、运动/休闲的补充使用	35 515.2	12.3	438 000	99	海湾发展私人有限公司(Bayfront Development Pte. Ltd.)、多选择集团有限公司(Choicewide Group Limited)和萨格兰私人有限公司(Sageland Pte. Ltd.)	1 908 315 094.77/4 356.88
12	2007年5月25日	柏利利奥路(Belilios Road)/巴生巷(Klang Lane),位于梧槽	商业/酒店/住宅和停车场	3 086.7	3.5	10 803	99	大中酒店有限公司(Hotel Grand Central Ltd.)	48 888 888/4 525.49
13	2007年9月25日	滨海景(Marina View,地块A),位于中心区	商业/酒店/住宅	10 238.4	13.0	133 120	99	MGP伯思私人有限公司(MGP Berth Pte. Limited)	2 018 888 988/15 165.93
14	2007年10月1日	跑马埔路(Race Course Road)/仰光路(Rangoon Road),位于梧槽	酒店/商业/住宅/医院使用(酒店使用至少达到40%的最大允许总楼面面积)	13 625.0	4.2	57 225	99	新加坡健康伙伴私人有限公司(Singapore Healthpartners Pte. Ltd.)	265 265 000/4 635.47
15	2007年12月5日	滨海景(地块B),位于中心区	商业/酒店/住宅	8 735.7	13.0	113 580	99	MGP基米私人有限公司(MGP Kimi Pte. Limited)	952 888 888/8 389.58
16	2010年6月28日	裕廊商业大道(Jurong Gateway Road),位于裕廊东	商业/酒店/住宅	19 124.5	5.6	107 098	99	租借零售投资3私人有限公司(Lend Lease Retail Investments 3 Pte. Ltd.)和租借商业投资私人有限公司(Lend Lease Commercial Investments Pte. Ltd.)	748 888 000/6 992.55
17	2010年11月22日	柏城街(Peck Seah Street)/绰关街(Choon Guan Street),位于中心区	商业/酒店/住宅	15 022.6	10.5	157 738	99	完美鹰私人有限公司(Perfect Eagle Pte. Ltd.)、古斯顿私人有限公司(Guston Pte. Ltd.)和贝米斯私人有限公司(Belmeth Pte. Ltd.)	1 708 080 000/10 828.59

序号	中标日期	地点(开发指导规划)	所允许的开发项目类型	地块面积(平方米)	总容积率	总楼面面积(平方米)	租赁期(年)	中标人	中标总价/每平方米中标均价(新元)
18	2011年5月30日	文礼大道(Boon Lay Way),位于裕廊东	商业/酒店/住宅	18 159.1	4.9	88 980	99	JG受托人私人有限公司[JG Trustee Pte. Ltd.,作为无限商城信托(Infinity Mall Trust)的受托人]和JG2受托人私人有限公司[JG2 Trustee Pte. Ltd.,作为无限办公室信托(Infinity Office Trust)的受托人]	968 999 999/10 890.09
19	2012年11月7日	谭臣道(Thomson Road)/依拉瓦底路(Irrawaddy Road),位于诺维娜	酒店/住宅、办公、零售	6 676.8	4.2	28 043	99	海峡实业私人有限公司(Hoi Hup Realty Pte. Ltd.)、双威发展私人有限公司(Sunway Developments Pte. Ltd.)和海峡J.V.发展私人有限公司(Hoi Hup J.V. Development Pte. Ltd.)	492 500 000/17 562.32

①根据LPA1:8 782.8平方米。
②根据地块A1:11 321.5平方米和A2:2 531.6平方米。
资料来源:新加坡市区重建局。

如今,新加坡不但经济繁荣,而且成为世界上最宜居的城市之一。这是全面和长期的土地使用规划所带来的结果。为了优化利用新加坡有限的土地,满足人们当前和日后的需求,政府必须采取这种综合方法。由于土地规模小,这种综合方法是必要的,以确保每一个利益相关者当前和未来的需求都能被照顾到。概念规划和总体规划只有在公众咨询和反馈之后才做出最终决策。为了实现所有新加坡人心中那个建设包容性强、高度宜居、经济繁荣和绿色家园的愿景,这一点是至关重要的。

市区重建局的另外一个职责是提供并实施管制指导方针来推动发展工作并确保它能在与总体规划一致的情况下有序地进行。对此,市区重建局定期对业内专业人士和公众人士进行调查,以保证政策是商务友好型和用户友好型的,并且是与当前需求切实相关的。多年来,很多开发管制指导方针都被简化和修改过,以提高其灵活性并使其能够应对新趋势。例如,为了改进客户服务,政府推出了电子开发和应用系统,目的在于提高便利性和效率,并促使开发申请和修订事宜能够在线提交。

施工与项目管理

房地产开发的施工阶段属于一个生产阶段——这是我们时常看到的。建筑工程的管制和管理显然非常重要，尤其是因为所兴建的建筑物将会长期存在于世。在建筑师、工程师和其他专业人士负责建筑的设计、美学和质量的同时，政府也通过新加坡建设局扮演着管制与管理施工过程的幕后角色。安全在建筑工程中是首要的，尤其在1986年新世界酒店发生坍塌事故之后。此后，政府增加了专业工程师日常检查的次数并加强他们的问责性，通过其建筑监管体系来确保新加坡建筑在设计、施工和维护方面都具备较高的安全标准。新加坡建设局监督建筑和结构设计的审批过程，对现有建筑做定期结构检查，并规管挖掘工作、违例建筑工程、民防避难所、建筑外观特征和户外广告牌等。它还颁发建筑商执照，以确保建筑工程符合专业标准。

除了管制和管理，新加坡建设局也须着力加强科技应用与促进创新，以克服市场规模小和自然资源匮乏等市场限制。像囤积材料、依赖技术和提升生产力等措施的实施，是为了发展新加坡建筑业，从而为新加坡提供一个安全、优质、可持续发展及友好便利的建筑环境。

然而，尽管政府多年来一直在努力，相对于大多数发达国家，新加坡的建筑业仍然面临专业性、生产力和建筑品质的挑战。对廉价外籍劳工的过度依赖导致了偏低的建筑生产力与较差的建筑品质。主要承包商和分包商往往在价格上竞争，这样的竞争将造成一些诸如承包商无法完成工程的案例发生。缺乏专业标准和行为规范往往引起做工粗糙，甚至造成更严重的后果，例如混凝土剥落、管道阻塞和漏水。虽然政府机构，包括人力资源部，已经在推动实现更高的专业性、生产力以及更好的质量，总的来说，行业还是需要同开发商和屋主以及潜在的买家与用户合作，以此来改善政策和措施。

营销与租赁

发展周期的这一阶段的重点主要在于使销售和租赁交易达到供给和需求的良好匹配。当房地产可以在其开发生命周期内随时进行交易的时候，新的开发项目通常需要在营销和租赁上做出更大的努力。这是因为成功的市场营销是整个项目能取得成功的关键。在住宅开发项目中，开发商需自行开展营销活动或者聘请房地产服务提供者或经纪人来代理营销。根据《房地产开发商监管与注册法令》[Housing Developers（Control and Licensing）Act]，新项目的开发商通常会在获得销售许可证之后马上推出该项目。在市场营销过程中，为了接待潜在买家，样板房和销售团队是必要的。这是由于项目以"期房"（off-the-plan）的形式售出，即在施工之前就可以从事销售活动。对于办公楼和购物商场这样的商业项目，营销过程更为关键，因为开发商和业主希望确保该项目能吸引目标租户或买家，以实现预期的项目形象和声誉。

除了业主或开发商和潜在买家，在市场营销和租赁阶段中的主要角色是房地产顾问或服务提供者（见第四章）。他们扮演着中介的角色，把卖家和买家聚集在一起。他们需要具备房地产的专业知识，并且对涉及房地产交易的法律框架有一定的了解。为了提供专业咨询和服务，这些服务提供者或者房地产经纪人需要持有许可证。在2010年之前，这个许可证是由新加坡国内税务局（IRAS）颁发的。许可证的发放也体现出政府在房地产营销和租赁方面一定程度的参与。然而，随着房地产交易量的增加和交易值的升高，政府决定要在这方面发挥更大的作用来保护消费者的利益，尤其是针对一些更为复杂的地产，例如商业、工业和外国房产。这促使了2010年房地产代理法案的修改以及房地产代理理事会（CEA）的设立。作为隶属国家发展部（MND）的法定机构，房地产代理理事会被授权管理房地产代理业的新监管框架。它致力于通过在工业开发项目中与业界合作来提升房地产业的专业水平，并通过针对性的公共教育计划来保护消费者利益。随着房地产交易在价格和数量上的增长，这个更全面的监管体制的建立是相当适时的。它还有助于增强房地产业的专业水平。

房地产经纪人负责所有的二级市场交易，而隶属新加坡法律部的法

定机构——土地管理局（SLA），则负责通过土地销售、租赁、征收和分配来管理国有土地。作为政府机构，它也负责开发与营销国有产业，以优化产业的使用，以便所有利益相关者受益。在优化土地利用方面，土地管理局维护国家土地信息数据库。它在建立地理空间数据设施和政策方面起着主导作用，使政府、企业和社区得以创造知识与价值。从监管的角度看，土地管理局是国有土地登记机构，它监管着新加坡房地产产权交易注册，也负责管理并维护国有土地调查系统。

正如第四章所做的进一步讨论，信息对于确保房地产市场有效运作是至关重要的。新加坡作为一个可信和可靠的市场，在信息共享方面胜过众多国家，即使是发展早期的新加坡，也依然如此。土地管理局及其前身一直致力于分享适时且准确的市场交易信息。这有助于所有利益相关者更好地了解市场。

占有与使用

房地产的适当维护和管理或许是最关键的，却往往被忽略的环节。与其他投资项目不同的是，房地产尤其需要专业化的管理。显然，这实在是说易行难。物业的管理包括寻找合适的租户，确保物业得到良好的维护，这不仅仅需要业主，也需要所有的使用者和其他利益相关者一齐出力，共同发挥自己的作用。实际上，一些政府机构也参与了这一环节。

政府在房地产开发生命周期这一阶段中的作用非常清晰明确。从产权出发，义务与责任都必须被清楚地阐明与了解。由于房地产属于财富之一，新加坡国内税务局会向房产业主征收房产税，这其中有两个原因：第一，房产税是政府收入的重要来源，尽管它将会被汇集成综合基金，但是它却能用以支付基础设施的建设，从而使房产业主受益。第二，它属于财产税，政府对住宅物业实行的累进税制将确保高价物业被征收较高的税率。房地产税制系统的核心在于它的简洁性和明确性。除

了自住物业之外，税收按10%的产业年值为计算基础。其中，产业年值是该房地产所能达到的年租金总收入。同房地产的入住和使用相关的还有其他各种类型的税收，包括消费税、收入所得税、开发税和土地增值税。

除了税收义务，业主也须负责维持所拥有房地产的物理状态。新加坡建设局制定了规章制度来确保业主遵循消防安全守则、保持建筑外墙与屋顶的清洁并妥善维护它们。在多业主产权的情况下，例如分层地契房产，业主必须成立分层地契管理委员会以承担这些责任。在公共住房方面，市镇理事会自1990年成立以来都在看管组屋区的公用地方，例如公用走廊、组屋底层、电梯大堂、屋顶以及花园、游乐场等其他设施。

至于那些居住着超过新加坡80%总人口的建屋发展局组屋，市镇理事会自1988年在镇议会法案下成立起便担负着维护和管理组屋区中公共设施的责任。在此之前，建屋发展局不仅负责发展组屋楼盘，还负责管理公用区域。市镇理事会依据选举区的划分而设立，一至三个选区（单选区及集选区）可以在每次大选后结合在一起，形成一个市镇。这个概念背后的构想是要让当选议员（MP）接管该选区内公共房屋区公用地方的管理职责。当选的议员还可以指定6~10位成员作为市镇议员，其中至少2/3的成员需居住在该市镇理事会管辖的居住区内。同时，理事会还可以聘请专业的管理团队（通常从市镇或物业管理公司）或者聘请他们自己的员工来管理房屋区。这样一来，房屋区的管理就分散开了，而且理事会可以行使它管理市镇的权力。这也让一些居民参与理事会或者小组委员会层面的活动。为了管理房屋区，包括楼座和区域层面的设施，例如电梯、储水箱、游乐场等，理事会被授权向市镇内所有建屋发展局组屋单位征收服务费与杂费。他们所收取的部分杂费必须存入累积基金户头，用于长期的周期性维修工程，例如维修与翻新工程、电梯翻新和其他电线与机械更新工程。自2011年起，市镇理事会管理报告由国家发展部制定，它用于评估每个市镇理事会在清洁、维护、电梯与服务费拖欠管理方面的表现。到目前为止，大多数市镇理事会都能够在一年两次的报告中获得令人满意的评分。从国家层面上来看，这项举措使房

屋区得到良好的照管，从而确保它们是宜居的，且建屋发展局组屋能够维持其资本价值。

在环境方面，新加坡国家环境局（NEA）负责改善并保持一个清洁绿色的环境。国家环境局制订环保措施和方案并倡导实施，致力于鼓励每一个人负起环保责任并将善待环境作为一种生活方式。国家环境局负责保护新加坡资源免受污染、维持高水平的公共卫生和提供及时的气象资料。通过这样的方式，国家环境局努力保障当前和未来一代的可持续发展与优质的生活环境。

如今，新加坡的建筑环境被妥善维护与管理。这是政府机构同业主与所有利益相关者一起合作的成果。我们还须确保这样的成果在未来也能持续维持下去。在很多房地产业发展迅速的发展中国家，建筑物由于维护和管理不当而迅速老化。迈向未来，随着岛内的楼宇开始逐渐老化，当务之急是加强对这方面的重视。各方须严正看待此事，以确保房地产和设施管理变得更加专业化。

升级、更新与再开发

房地产开发周期的最后阶段涉及升级优化和拆除重建，以延长现有房屋的使用年限。这两个决定不仅会影响到房产业主，也会影响到整个城市景观，因此，政府机构才会涉入其中并发挥作用。

早些年，新加坡特别重视重建工作。这带来了许多新的开发项目和工程，也造成了一些历史遗产的毁灭。从20世纪80年代起，新加坡的经济处境使她更多地重视历史建筑的保留；市区重建局已实行了一个保护计划，目的是修复新加坡一些较旧的区域，尤其是中区。其中有很多项目涉及保存历史建筑的外观，同时重建内部，或者在受保护项目里融入新的建筑。旧店屋与具有历史意义的建筑物如今都被保存下来而且被赋予新的生命和用途。对于主要的保护项目，市区重建局推出了双信封招标系统：第一步需要开发商符合设计规定；第二步市区重建局会在比较

投标价后筛选出最佳提案。这种做法有助于政府振兴中区的主要区域，与此同时，也保留了该区的一些历史文化遗产。

对于分层地契式的私人物业，政府也推出了能推动重建工作的法规。对于房龄超过20年的房地产，只要有80%的房产业主同意，便可整体出售或者进行房屋重建。至于房龄介于10年和20年之间的房地产，则需90%的房产业主同意。公共住房方面，建屋发展局自20世纪90年代起（见以下建屋发展局部分）就已经从事各种升级和重建工程。在商业地产方面，尤其是零售地产，近年来的趋势是定期对这些地产进行升级和优化。通常，这些地产都是由REITs拥有的，它们会通过定期的资产增值项目增加租金收入。因此，到新加坡观光的旅客看到的是一个日新月异、不断变化的城市。这一点毫不奇怪，因为随着环境和景观的变化，新的重建工程层出不穷。

在整修和重建的过程中，政府也采用了一些策略，以维持建筑物的可持续性和友好性。例如新加坡建设局于1990年推出的无障碍通行准则，目的是重塑建筑环境的通行性。它通过增强建筑物之间的内部连接和改善现有的建筑来增加它们的通行性。随着人口逐渐老龄化，无障碍通行已经成为新加坡建筑环境中不可或缺的部分。在我们推进新项目发展的同时，对环境可持续性的重视也在逐渐增加。由于建筑物占总能源消耗的40%，新建筑的环境友好性尤为重要。在这方面，新加坡建设局在2005年推出了绿色建筑标志认证，设定了在2030年以前将全岛80%的建筑物提升至符合绿色建筑标志认证合格标准的目标。为了达到这个目标，新加坡建设局通过绿色建筑总体规划和其他各种措施来积极推广绿色建筑技术和设计。这些措施包括新加坡建设局绿色建筑标志认证，用来评估建筑物的环境友好性和能源高效度，还有绿色建筑奖励计划和建筑能效改造节能融资（BREEF）计划，用来鼓励业主建设拥有绿色特征的建筑物和改造现有的建筑物，以达到更好的节能效果。

支持房地产开发

除了各个政府机构在房地产开发生命周期中起到的具体作用，新加坡政府在过去的50年里所实施的两项总体策略对房地产的发展具有重要的意义。第一个总体策略是政府的长期规划，尤其是在优化战略区域方面，如樟宜机场和港口。这为房地产的发展提供了人们可以憧憬的未来景象。第二个总体策略是利用公园和水域改善环境，这两者对房地产的发展至关重要。

在过去的50年里，新加坡房地产的景观确实大有转变。在市区中心，一个新的金融中心将矗立在滨海湾地区。在较旧的珊顿道将看到更多住宅房产，而丹戎巴葛（Tanjong Pagar）将因丹戎巴葛中心——新加坡最高建筑物的诞生而被注入新的活力。乌节路作为主要的购物区，现已新立了几座商场，也正在计划建设更多的地下连接通道。此外，将部分地区划定成行人区的计划也仍在制订中。同时，拉士巴沙-武吉士地区也正逐步发展成新加坡的艺术、文化、学习和娱乐中心。

1991年，概念规划中所设想的分散化进程和区域中心的开发是缓慢的，但是它最终将成为一个现实。东部的淡宾尼区域中心已经成功发展成一个繁荣的商业中心，而北部的兀兰区域中心也有了新的商业开发项目。至于西部的发展，近期更多关于裕廊湖区发展区域中心的规划已经被披露出来，裕廊湖区在10~15年里将成为一个独一无二的商业和休闲湖畔地段。政府也正计划着在加冷河畔和巴耶利峇中心发展更多商业中心和具备综合用途的中心。

在实施以上众多规划的同时，政府也公布了更多未来20~30年激动人心的规划，其中包括巴耶利峇空军基地和丹戎巴葛码头的搬迁。对于前者，它的重建潜力不仅仅局限于因迁移空军基地而腾出的大块土地，也包括解除基地周边地段因为空军基地而存在的建筑高度限制。同样，丹戎巴葛码头不但能够空出大片土地，而且这个滨海位置无疑会提高其

发展潜力。

因此，尽管土地规模有限，新加坡的房地产发展活动在过去的50年里日新月异，而且在未来也将继续保持良好的发展劲头。上述房地产开发生命周期的确是在不断循环着的，而且随着国家经济和社会的转变，市容也须改变，以应对这些持续不断的变化。

在所有房地产如雨后春笋般矗立在全岛的情况下，与刚独立时期相比，现在的新加坡拥有更多的公园、绿地和水域。有趣的是，随着开发项目的增加，所保留的绿化地的比例实际上却是增加的（见表2.2）。

表2.2 新加坡的绿地和水域

	2009 年	2013 年
空中绿化量（ha）	10	61
绿地量（ha）	3 602	4 040
公园连道长度（km）	113	216
开放给休闲活动的水域量（ha）	650	959
开放给休闲活动的水道长度（km）	72	93

资料来源：新加坡2015可持续发展蓝图、新加坡环境和水资源部、国家发展部。

从20世纪60年代起，新加坡第一任总理李光耀（Lee Kuan Yew）便将新加坡构想成一座位于亚洲腹地的花园城市。他了解到绿化有助于减缓城市化所带来的危害，能够提升人民的生活水平并吸引国际投资，便开始绿化岛屿。新加坡第一个植树活动可以追溯到1963年。人们在一年之内共种植了50个品种、15 000棵树。在5年之内，这个数量增长至大约100万。最初的目标是，通过在防护墙面、行人天桥、高架桥和停车场植树，尽快地绿化全岛。开放空间被改造为公园和花园，它们大部分是靠近城市和住宅区的。开满繁花的植物和果树也陆续地种植起来，为新加坡的新兴景观增添了更多色彩。

在推动全岛绿化的过程中，国家公园局（NParks）担当了极为重要的角色：从只负责创造一个绿色环境，到建设约200公里的林荫大道和

建设用于连接房屋建筑与公园、自然景区和水域的公园连道。一个非常好的例子就是南部山脊的变化与发展。南部山脊是一条长达9公里的绿色开阔地带，它跨越了花柏山公园的小山、直落布兰雅山公园和肯特岗公园，在西海岸公园之前结束。今天，国家公园局的愿景从发展一座花园城市，延伸至发展一座花园中的城市。

除了公园和绿地之外，毗邻水域的地区也备受住宅开发的青睐。国家水务管理机构，公用事业局（PUB）通过“活跃、美丽、干净”水资源治理（ABC Waters）项目，将运河和排水渠改成具有吸引力并且能够通行的水道，有些还可以用于娱乐活动。同国家公园局一致，“蓝色和绿色规划”的目的是使公园和水域更临近开发项目，以及提升居住环境。例如，兀兰海滨公园、榜鹅水道和拉柏多自然与滨海步行道的这些项目着实让人们更接近新加坡的自然环境和沿海地区。

由此可见，政府在建设绿色宜居环境中付出的所有精力使得新加坡房地产的发展大大获益。其他许多城市和国家也设立了这样的目标，其中有三个关键特点值得一提。第一个特点是把构想变为现实的能力。例如，滨海湾水坝工程是李光耀先生为解决新加坡的水源需求而提出的一项建议。通过拦截河流来形成蓄水库，可以建成一个规模较大的蓄水池。其成果是，现在有超过10座的蓄水池（包括3座在中央集水区众所周知的蓄水池——麦里芝、贝雅士和实里达）。这些蓄水池不仅是重要的水资源，还为人们提供了休闲娱乐场所。第二个特点是精细的规划，确保公园和水域都对公众开放，这意味着这些空间带来的正面效益能够惠及所有人。第三个特点是维护和改善这些设施的持续不断的努力，使未来几代人都能够继续享用这些资源。

政府在住房方面的作用

作为人类的基本需求，住房常常被视为一种社会资产，它是一项应由负责任的政府参与提供的公共服务。如前文着重论述的那样，新加坡的公共住房发展与50年来城市的变革同步，独具特色但又无所不在的新加坡城市景观之一就是一座座的建屋发展局组屋。事实上，由建屋发展局建设的公共住房与新加坡的实质发展密不可分。

新加坡公共住房项目起源于20世纪60年代，那个时期住房短缺，这促使了低成本住房模式的产生，以便在最短时间内满足人们的住房需求。房屋的设计颇具简单性和实用性——长条形的一房、两房和三房式组屋，配以如自来水和电源等基本设施。尽管以今天的标准来看，它们是简约而朴素的，但是这些房屋与过去的贫民窟和村舍相比实在是有过之而无不及。自1971年新加坡第一个概念规划推出以来，建屋发展局遵循两个基本原则来设计公共组屋区：

. 优化稀缺的土地资源以满足长期住房需求，这促进高层与高密度公共住房的建设。

. 在可持续且可自给自足的新城镇里提供一个具备教育、社交和社区设施的全面性生活环境。

在20世纪80年代，日渐富裕的生活提高了社会期望及人们对公共住房的期望。城镇规划开始将一些因素纳入规划范围，例如城市形态、城镇结构和公园与绿地等设施的供给。街景和点式公寓也被给予更多的关注。为了向每一个区域提供公用空间，以及建设像游乐场和健身角这样的娱乐设施以促进社区间的互动，“区块”的概念被提出。20世纪90年代，政府更着重于创造一个优质的生活环境和打造邻里、小区和市镇的特征。地标建筑物、园林景观、开放空间和独具风格的建筑特色结合在一起，以实现一个强烈的视觉效果。新的住宅概念，例如“榜鹅21”滨海镇是针对不断变化的生活方式和愿景建设而成的。为了满足新加坡人持续变化的需求和生活方式，公共住房已随着时间而改变，从20世纪60年

代低成本的基本住房单位演变成高品质、价格合理的组屋，它们成了新加坡城市景观的标志。

房屋不仅是一种消费品，它也被很多人视为一种投资品。由于交易成本较高，一般家庭不会像买卖其他金融资产那样频繁地买卖房屋。不断上升的房屋价格带来正面的财富效应，并促使家庭在住房阶梯上向上攀登。[注]如若现有的建屋发展局房屋价格上涨至足以支付现有住房未偿还的抵押贷款余额和新房屋的首付，人们就会搬进更大的新房屋。当市场衰退时，这些家庭就相对不愿意搬迁。

新加坡公共住房市场存在一个双重机构，其中包括受管制的初级市场和自由运作的二级市场。直接从建屋发展局购买有津贴组屋的屋主只能在住满5年后转售该组屋。在二级市场转售公共组屋时，新组屋和转售组屋之间的差价为屋主累积了大量的财富。这个过程实现了他们从公共住房升级到私人住房的梦想。

图2.4是把选取的部分公共住房和中央公积金政策叠加在私宅房价走势的线图；表2.3简述了各个政策的具体内容。这些政策显著影响着建屋发展局组屋的转售价格，[注]这一点是不足为奇的。然而，一些实证研究也显示，私人住宅的房价动态对公共住房政策的变化十分敏感。[注]在新加坡私人住宅市场和公共房屋转售市场之间存在着明显的价格发现效应。[注]

1995年，政府推出了一种新型的混合式公共住房，即执行共管公寓，其目的是缓解因私人住宅价格急剧上涨而造成的来自需求方面的压力。执行共管公寓是99年地契的分层地契公寓，由开发商建造和出售给符合资格的新加坡买家，买家必须符合建屋发展局规定的收入标准。[注]同建屋发展局组屋一样，执行共管公寓也受制于5年的最低居住年限；10年后，它们在公开市场可以被自由转售。起初，如前百腾置地和职总安居（NTUC Choice Homes）这些政联企业被授权在划拨的国有土地上建造和销售执行共管公寓。

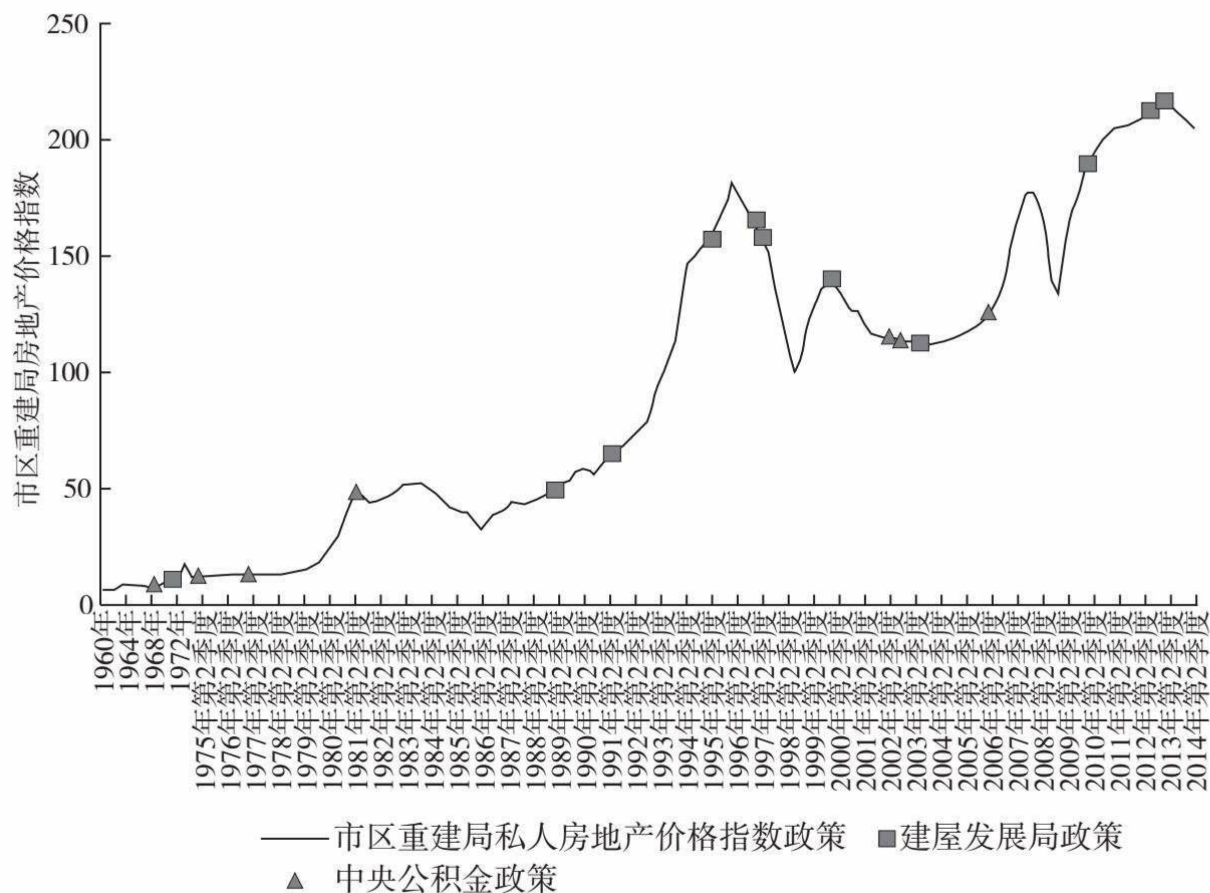


图2.4 公共住房和公积金政策对私人房屋价格的影响

资料来源：新加坡市区重建局房地产资讯系统（Realis）、新加坡产业发展商公会（REDAS）、城市发展。

表2.3 可能影响私人住房市场的部分选取的公共住房和公积金政策

年月	建屋发展局条例	中央公积金条例
1968 年 4 月		中央公积金“居者有其屋”计划
1971 年 3 月	建屋发展局转售市场成立	
1975 年 3 月		中央公积金在中等入息公寓（HUDC）房屋的使用
1977 年 3 月		中央公积金在国防部房屋的使用
1981 年 6 月		中央公积金特批居住物业计划
1989 年 8 月	放松建屋发展局转售条例	
1991 年 10 月	单身新加坡公民购屋计划	
1995 年 8 月	执行共管公寓计划推出	

年月	建屋发展局条例	中央公积金条例
1997 年 4 月	建屋发展局抵押贷款条例	
1997 年 9 月	5 年最低居住年限（MOP）以购买私人房产	
2000 年 6 月	建屋发展局屋主购买私人房产的规定	
2002 年 7 月		修订用于购买房屋的中央公积金取款条例
2003 年 3 月		2003 年 7 月 1 日提高中央公积金最低存款额度
2003 年 10 月	放松组屋出租条例	
2006 年 7 月		限制购买多处房地产； 逐步取消非住宅物业计划（Non – Residential Properties Scheme）
2010 年 8 月	在最低居住年限内不可同时拥有建屋发展局和私宅所有权	
2013 年 1 月	永久居民（PR）不被允许出租整套房屋； 永久居民必须在购买私人房产的 6 个月内出售建屋发展局组屋；如若在第一年、第二年和第三年售出，则施加在工业房产与用地的卖家印花税分别为 15%、10% 和 5%	
2013 年 8 月	每月偿还贷款比例；永久居民必须等到 3 年后才能够购买转售建屋发展局组屋	

但是，1997年，这些政联企业的独占特权被取消。执行共管公寓用地自此以后开始通过竞争性招标形式出售。林增建筑（Lum Chang Building Construction）在1997年6月中标文礼大道的执行共管公寓用

地，这块用地被发展为善美园（Summerdale）。图2.5显示了执行共管公寓用地在1997—2015年期间通过竞标所售出的数量分布。

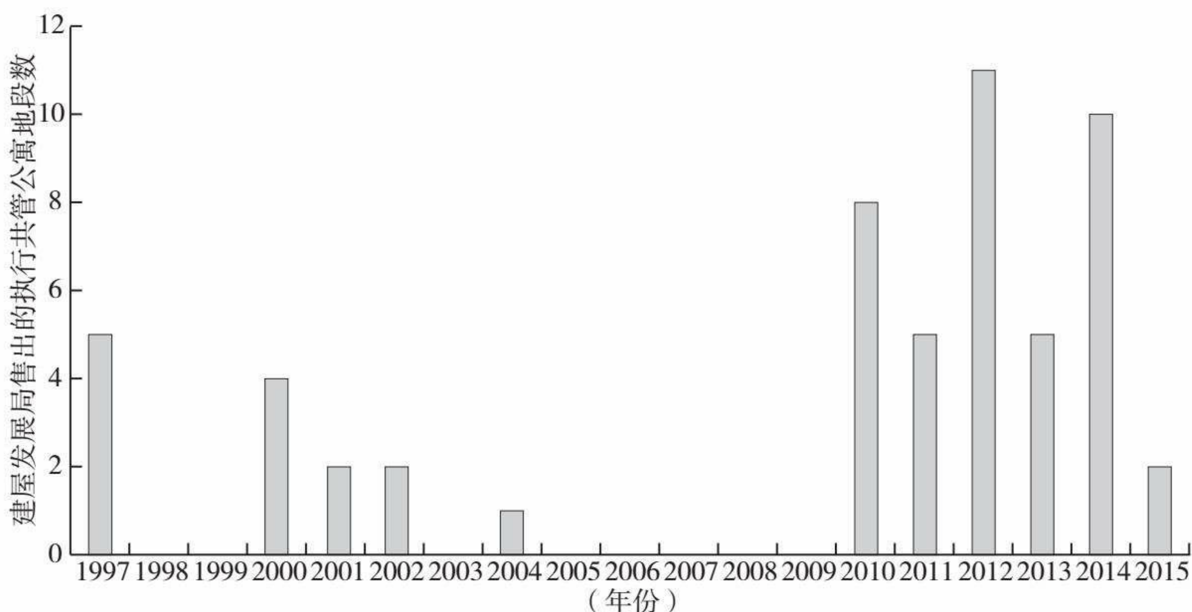


图2.5 建屋发展局的执行共管公寓用地销售

今天，超过80%的人口居住在建屋发展局组屋里，这其中有超过90%的人口拥有自己的组屋。相对于诸多其他国家的社会住房，新加坡公共住房有三个独特之处。

第一，公共住房在国家建设中发挥了核心作用。早在1964年，政府就预料到住房产权能够吸引移民在新加坡定居并建立家庭。如今，只有新加坡公民家庭有权通过建屋发展局预购组屋（BTO）计划来以补贴价购买新组屋。第二，公共住房不仅被视为提供居所的社会资产，也是一个可以用来套现以满足未来需求，例如退休后的生活需求的房地产资产。自1981年之后，由于建屋发展局组屋屋主在住满最低居住年限后可以出售他们的组屋，二级转售建屋发展局组屋市场就此形成。相比于他们原先的购买价格，屋主通常能够在转售市场上得到资本收益。第三，由于适当的维护和管理，公共住房的转售价值得到了保障。自1990年，为了便于管理公共房屋的公用区域，市镇理事会依据不同选区而成立。这使得中选的议员和居民能够一起商议维持市镇理事会的日常运作。通

过可强制执行的立法和明确的规章，公共组屋区直到今天大致上仍被维护得不错。

除了实体规划，建屋发展局根据不断变化的人口结构和人口住房生命周期定期复查组屋类型和住房形式。房屋政策不断演变，以应对新加坡人随着时间而持续改变的需求、期望和境况。由于新加坡人口的老龄化和收入差距的逐步扩大，如今政府更关注满足老年人和低收入购房者的需求。例如，1998年推出的小型公寓（SA）为老年人提供了一个住宿选择。小型公寓拥有紧凑的设计和亲乐龄（elder-friendly）的安全配件，例如扶手杠、大型开关和警报系统。近年来，建屋发展局重新推出新的两房式和三房式组屋，以迎合低收入群体的房屋需求。为了确保高达90%的人口能够继续负担得起一间建屋发展局组屋，政府还发放了一些额外的津贴，以协助他们购买房屋。随着越来越多新加坡人保持单身，核心家庭的条例也被修订，以允许年龄超过35岁的单身人士购买新的两房式组屋。

新加坡公共住房政策的另外一个重点是住宅区的翻新与修复。20世纪90年代，组屋翻新计划（ERS）被提出，目的在于让老区赶上新镇的标准。这一计划包括主要翻新计划、中期翻新计划和电梯翻新计划。选择性整体重建计划（SERS）也被推出，以使建屋发展局能收购一些较旧的组屋进行重建，从而腾出位于黄金地带的土地以更好地使用。受选择性整体重建计划影响的居民将可以购买位于该区不远处的替代组屋，如此一来，他们能够享受现代化设施并拥有一个全新的99年地契，同时还可维持他们原先在熟悉的市镇中建立起的社区关系。在未来10年里，随着房龄高达40~50年的组屋数量的增长，老区的翻新和重建会变得更为紧迫。一个首要任务是电梯的翻新，这是为了方便居住在这些楼宇的居民使用电梯直达到每层楼；随着居民的年纪逐渐增长，通达性的提高尤为重要。电梯翻新项目已经大部分完成，重心已转向邻区的更新和现有组屋的内部翻新。

公共住房在21世纪将继续涵盖更广泛的房屋类型，在凝聚力强的社

区为新加坡人提供一个负担得起的住房仍旧是一项首要使命。然而，挑战无处不在，例如达到供给和需求的良好匹配，对社会经济转变的适应，以及持续的经济增长和维持公共住房的可负担水平。

房屋市场的干预

由于在房地产市场里的信息流动相对于其他资本市场而言并非完美且缺乏效率，非理性投资者的活动很可能会造成市场扭曲。投机者或知情投资者可以利用他们的信息优势赚取丰厚的利润。因此，如果不加以限制，私人房地产市场的房屋价格可能会偏离基本面，从而导致一些买家蒙受损失。因此，政府须不时采取积极主动的方法来干预市场，以避免不必要的极端市场波动政府对私人住宅房地产市场的干预如图2.6所示。

1985年，新加坡经历了独立后首次最严重的经济衰退。财政部成立了由政府机构、私人企业和学术界的代表组成的不动产市场咨询委员会（PMCC）[注]，它的目的在于对房地产市场所面临的问题进行评估并提供相应的建议。1986年2月，该委员会由财政部收入署署长卓平杰博士（Dr. Toh Peng Kiat）担任主席，并提交了“房地产领域行动计划”（Action Plan for the Property Sector）报告。该报告提出了三重战略来解决楼市低迷的问题（见案例2.3）。REITs也被提出来作为提升市场需求的策略之一，但是该市场直到2002年7月才开始发展。房地产市场咨询委员会的报告提交后不久，私人房地产市场在1986年第二季度开始转好。



图2.6 政府对私人住宅房地产市场的干预

资料来源：新加坡市区重建局房地产资讯系统、新加坡产业发展商公会、城市发展。政府刺激房地产市场的措施如表2.4所示。

表2.4 政府刺激房地产市场的措施

年月	顺周期措施	政策细节
1997 年 11 月	惊喜配套	政府推迟土地出售计划；1998 年下半年将展开复查。住宅项目的项目竣工期限（PCP）从 4 ~ 5 年延长至 8 年；即将在 1998 年和 1999 年出售的私人住宅用地会以 8 年的项目竣工期限进行招标。此外，外国公司的项目竣工期限也延伸至两年。每年收取土地价格的 5% 作为延期费，除非该延迟是因技术问题而造成的。自购买之日起 3 年内或在 1997 年 11 月 19 日之后，暂停征收财产交易印花税附加费
1998 年 6 月	预算案外 20 亿新元的援助措施	在 1999 年之前暂停政府土地出售，并将购买未完工房地产所需缴纳的印花税的缴纳期限延至临时入伙证（Temporary Occupation Permit，简称 TOP）或建筑物完工为止

年月	顺周期措施	政策细节
2002 年 12 月	2002 年预算案外援助措施的扩大	政府土地销售确认名单的暂缓延伸至 2003 年上半年。推迟原定于 2003 年上半年的滨海湾金融中心地段的发售；所有商业和工业房地产每年获得高达 8 000 新元的固定回扣；应缴纳的产业税余额获 30% 的回扣
2003 年 4 月	2.3 亿新元的 SARS 救援配套	商业地产获得额外的产业税回扣。商业地产现有的产业税回扣将被提高，它将获得 2 000 新元的额外回扣，2003 年应缴纳的产业税余额也将获得 10% 的额外回扣

与1986年相比，房地产市场在1997年亚洲金融危机后经历了长期和胶着的低迷期。由于受到多个负面事件的影响（见图2.6），私人房地产市场见证了两个持续的价格下滑期：1996年第三季度到1998年第四季度以及2000年第三季度到2004年第一季度，它们分别持续了2年和4年。

2001年第二季度私人住宅市场陷入低迷期，待售的公寓单位共有18 205个。[注]政府推出了4轮顺周期的刺激计划来挽救市场，这包括2002年预算案外援助配套、惊喜配套、预算案外援助措施的扩大和SARS救援配套。之后，负责监督新加坡房地产市场活动的国家发展部在宣布预算案外援助措施后评论道：[注]

……用于稳定房地产市场的预算案外援助措施不会即时产生作用，但会有助于提升信心并帮助房地产业度过低迷期。

这些措施不能自行帮助恢复房地产业。最终，房地产领域的恢复将依赖于整体经济的复苏。

案例2.3 不动产市场咨询委员会的报告

在1986年2月6日发布的《房地产领域行动计划》报告中，不动产市场咨询委员会提议用多管齐下的方式解决困扰房地产市场的问题。这些策略涵盖3个方面，即控制供给、刺激需求和提高市场信心。具体总结如表2.5所示。

表2.5 不动产市场咨询委员会针对房地产市场的策略

控制供给策略

- 若非必要，公共机构避免将场地租赁给私人租户，以此退出竞争；并且不再引领市场价格和租金
- 私人和公共领域推迟、中止、缩小规模或者废除房地产发展计划
- 推迟市区重建局针对住宅、商业和工业领域的土地出售
- 将公共和私人房地产过剩的物业进行改造，以用在学术、休闲和其他方面

刺激需求策略

- 放松管制，包括给予建屋发展局组屋屋主更多时间，以在升级到私人住房之前出售组屋；放宽对外国所有权或其他资产等的条款规定
- 提供税务优惠，比如允许自住屋的住房经营损失和贷款利息纳入个人所得税的抵税优惠、降低印花税、提供商业房地产折旧补贴
- 减少因产权转让和抵押贷款而产生的政府收费与费用
- 通过放松中央公积金关于提款和房地产首付的规定来提高人民的负担承受能力
- 宣传和推广房地产价格和租金的国际竞争力
- 刺激海外需求
- 推出 REITs 以促进投资

提高市场信心策略

- 提高品质标准
- 通过对所有房地产代理进行发牌和监管它们的业务来维持市场秩序
- 在关于房地产市场的媒体报道中保持最大程度的客观性
- 在解读日常事件或普遍看法时，开发商、业主、买家、金融从业者、中介机构和公众人士必须保持高度的辨别能力
- 金融机构以一个开明的方式提供贷款

提高市场信心策略
• 推出类似 REITs 这种能促进投资的工具
• 改进房地产数据的可获得性、数据分析、数据呈现方式和数据发放
• 政府政策更清晰明确，尤其在土地使用方面，例如土地征收和赔偿率
• 建立一个协调一致的政府机制
• 相对于其他领域，政府给予房地产领域更多关注

在过去50年的私人房地产周期中，政府只干预过市场两次，在1995年和2009—2013年施行反周期措施。1991年第一季度到1996年第二季度这一时期见证了市区重建局私人住宅价格指数最长的连续季度增长。价格指数从1993年第二季度到1996年第二季度期间增长了一倍；按复利计算，该增长率为23.8%，而同期收益的复合季度增长率为5.92%。私人地产价格史无前例的高增长率使后者明显失色。(注)

政府果断地采取行动，在1996年5月15日推出了一系列的措施来为过热的市场降温。这些措施包括将房地产贷款额与产业市值的比例限制在80%(注)，并向那些在3年内转售私宅的业主征收资本收益税和卖方印花税。政府还增加了国有土地的出售项目，以使私人住宅的供应从6 000个单位增加到7 000~8 000个单位。这些反投机措施再加上1997年亚洲金融危机的爆发，使得私宅房地产的价格大幅度下降。房价指数从1996年第三季度的峰值181.0点跌到1998年第四季度的100点，共下降了44.8%。

私宅房地产市场在2004年第二季度逐渐开始形成第二次泡沫，但这场泡沫的形成却因2008年次贷危机和雷曼兄弟破产事件（导致全球金融危机）而中断。然而，私宅房价在2009年第三季度呈现“V”形反弹并最终在2013第三季度达到顶峰。2009—2013年，在私宅房价强力攀升期间，政府推出了九轮降温措施（见表2.6），其中包括各种宏观审慎工具 [例如贷款额与产业市值比率的限制、总偿债率（TDSR）框架、每月偿还贷款比率的限制]和交易税（如卖家印花税和额外买家印花税）。

这些措施都是为了遏制那些导致价格过热的非理性市场活动。

表2.6 政府反周期措施

年月	反投机措施	政策细节
1976 年 10 月	颁布住宅房地产法令	外国人只被允许购买 6 层或以上的私人公寓，或具有分层地契的公寓。永久居民可以向律政部申请购买地产
1996 年 5 月	为稳定房地产市场实施了一套反投机措施	80% 购房融资限制；在 1997 年释放出 7 000～8 000个住宅单位；开发商合格证书（Qualifying Certificate，简称 QC）计划下的私人开发项目被给予 30 个月的项目竣工期限；每年 5% 的项目竣工期限延期罚金；印花税缴纳延伸至所有购买、销售和转售未竣工房地产的买家；向 3 年内出售房地产的卖家征收新印花税；向购买不足 3 年但已售出的房屋征收收益税
2005 年 7 月	国家发展部宣布首期付款和生命周期总价值的条例	国家发展部宣布政策上的变化，它们终将对房地产市场产生以下影响：贷款额与产业市值比例从 80% 提高到 90%；现金首付从 10% 降到 5%；允许非亲属关系的单身人士使用公积金储蓄联名购买私人住宅；2016 年 7 月淘汰非住宅房产计划；限制中央公积金用于购买多处房产的使用权利
2009 年 9 月	第一轮：取消利息补贴计划（IOS）和纯利息房屋贷款（IOM）	

年月	反投机措施	政策细节
2010 年 2 月	第二轮：生命周期总价值和卖家印花税	
2010 年 8 月	第三轮：延长卖家印花税期限	
2011 年 1 月	第四轮：提高卖家印花税比率和期限/生命周期总价值	
2011 年 12 月	第五轮：额外买家印花税	
2012 年 10 月	第六轮：贷款期限和生命周期总价值	
2013 年 1 月	第七轮：增加额外买家印花税比率和进一步收紧生命周期总价值	
2013 年 6 月	第八轮：总偿债率	
2013 年 8 月	第九轮：最长贷款期限和每月偿还贷款比率	

政府在其他房地产领域的作用

新加坡政府除了在房地产开发生命周期中扮演多种角色以及在住房市场上发挥直接作用，也通过裕廊集团在和新加坡旅游局（STB）分别在工业界和酒店业留下了不可磨灭的痕迹。事实上，1968年裕廊集团的设立是政府工业化战略的一部分，以推动经济发展。同样，1964年新加坡旅游促进局（STPB，现在的新加坡旅游局）的设立，也是为了推进新加坡旅游业的发展。

裕廊集团——负责工业房地产的政府机构

裕廊集团是引领规划、推广和发展工业用地的主要机构。自1968年成立以来，为了支持工业转型并创造就业机会，裕廊集团以开发土地和空间的形式在新加坡经济发展历程上扮演着关键的角色。同经济发展局（EDB）一样，裕廊集团自设立以来就对新加坡工业化进程发挥着极其重要的作用。前者策划和吸引外国投资，而后者提供并管理各个行业和投资项目所需的土地空间。由于资源（尤其是土地资源）有限，裕廊集团在过去的50年里持续迎合不断改变的工业用地的需求。

在独立初期，制造业是新加坡经济体的重要支柱。裕廊集团为各行业建造工厂，并向那些有特殊需要的行业出租工业用地。在过去的几十年里，裕廊集团一直是提供尖端工业基础设施与解决方案的先锋，目的是满足企业在工业化的各个阶段中不断变化的需求。在工业用地方面，裕廊集团开发了超过7 000公顷的工业用地，并建设了400万平方米的现成厂房设施。除了从沼泽地开发出裕廊工业区——新加坡首座工业园，裕廊集团开发的其他重点项目还包括位于裕廊岛的化工中心。其开发的商业和工业园包括新加坡机场物流园、樟宜商业园、国际商业园、实里达航空园、洁净科技园、大士生物医药园和纬壹科技城。其中，纬壹科技城是一个知识型产业集群，主要的开发项目有启奥生物医药园（Biopolis）、启汇园（Fusionopolis）和媒体工业园（Mediapolis）。腾飞集团如今是一个领先的区域性商业园开发商，它是裕廊集团在20世纪90年代为开发创新科技园（New Technology Park）而创建的。

今天，裕廊集团继续向上突破，拓展开创性项目，这些开创性项目不仅支撑着当今行业需求的不断变化，还能够满足未来新兴行业的需要。裕廊岛地下储油库利用地下空间优化土地利用；都干创新园支撑着新型工业群在创新活动方面的成长；裕廊岛的倡议计划提高了化工中心的竞争力。

在各式各样的房地产开发领域中，工业领域大概是最具活力的，这

是由于经济和工业环境在持续变化。由于工业的持续变化和创新，工业地产的生命周期一般都比较短（租期也较短）。裕廊集团作为工业基础设施提供者，它的贡献体现了工业的动态性质。随着新加坡工业为其未来的成功而转型，裕廊集团将继续开发专门用地和新型创新空间来支撑和推动新工业集群的发展，以助力工业和企业的成长与转型。

新加坡旅游局——酒店业和旅游业

新加坡旅游促进局成立于1964年，其目的是将新加坡推广成一个旅游胜地，并为这个年轻的经济体的经济增长做出贡献。最初，新加坡旅游促进局与各政府机构以及业界人士合作，以建造更多的酒店，第一批包括4家在东陵路和乌节路的豪华酒店。为了保留和发展新加坡历史景点，新加坡旅游促进局与都市更新处在1970年合作展开来福士登陆点旅游项目和鱼尾狮项目。其他一系列的旅游基础设施项目随后也迅速展开：1971年的裕廊飞禽公园、1973年的新加坡动物园及1972年作为游客和当地人度假岛屿的绝后岛（Pulau Blakang Mati，现今的圣淘沙）。这些早期的项目直到今天仍然是旅游景观的重要部分，而且顺应了酒店业的发展。

为了增加入境外国旅客人数、延长逗留时间和促进消费，新加坡旅游促进局于1986年推出了新加坡首个旅游业总体规划，它是一个10亿新元的旅游业发展计划。该计划涵盖了5个重大主题：将新加坡定位成一个热带岛屿度假胜地，一个清洁绿色的花园城市，一个拥有丰富的殖民地遗产的国家，一个展示东方异国特色的平台和一个国际体育赛事及其他国际活动的承办地。这为新加坡旅游业在未来10年的发展设定了方向。该计划取得了数个重大的成就，包括文化艺术区的重建、历史地标的保留（如阿尔卡夫山庄和来福士酒店）、武吉士街（Bugis Street）的复兴、驳船码头和克拉码头的重建。

为了发掘20世纪90年代亚太地区的旅游潜力，新加坡旅游促进局推

出“21世纪旅游”的总体规划，目的是将新加坡打造成国际旅游之都。它大力倡导发展旅游业：将旅游业打造成为新加坡的一个主要经济驱动力，将它发展成为一项业务，并将现有的旅游胜地，如唐人街和乌节路，重新包装成各种“主题区”来提升游客的体验。“21世纪旅游”总体规划的战略重点之一是大力发展区域旅游业，以此提升新加坡作为一个区域旅游中心和商务中心的吸引力。该总体规划的另一个关键点在于加强政府机构、私人企业和当地居民之间的合作伙伴关系，以将新加坡打造成一个令人骄傲的、有活力又宜居的城市。这些构思完全基于人们的一个信念，人们相信发展旅游业不仅是为了游客，也是为了所有新加坡人。为了更好地反映它作为全面负责旅游业的经济机构的角色和地位的提升，新加坡旅游促进局于1997年改名为新加坡旅游局。

新加坡作为亚洲领先的会展城市，具备强健又充满活力的商业环境，于2004年提出的2015年旅游发展蓝图大大提高了其自身的地位。同时，新加坡将发展成一个休闲和服务的区域中心。该总体规划推出了大型旅游项目，例如一级方程式新加坡大奖赛，设有赌场的综合度假村和新加坡摩天观景轮。这些项目与其他项目一起，有助于新加坡成为一个富有世界顶级设施、充斥着时尚与活动且又极具吸引力的旅游目的地。

今天，在全球日趋富裕的背景下，旅行越来越便利和普遍，因此酒店业和旅游业已经成为经济的重要组成部分。虽然许多旅游开发项目都为私人所有，但是政府在众多项目的规划和启动中仍然起到至关重要的作用，例如综合度假村，这个项目是经过详细和充分的讨论才实施的。在过去的50年里，这种公私合营的伙伴关系无疑已改造了房地产这一重要的行业。

结论

在新加坡50年的发展历程中，有5个主题较为突出。

（1）新加坡政府的广泛介入，特别是在住宅领域，因为住房被视为一种社会资产，而且往往被当成实现社会经济目标和政治目标的政策工具。政府除了通过建屋发展局为超过80%的人口提供住房，还通过供给机制和宏观调控政策来监管市场。对其他房地产领域来说，政府通常发挥领导作用，确定基调，然后引入私人企业，以实施房地产转型方面的战略和目标。

（2）自独立以来，经济发展和增长一直都是新加坡保持兴旺发达的重中之重，也因此带来了商业和工业领域的快速增长，这是因为房地产的需求是一种衍生需求。以将新加坡发展成为全球金融中心为目的的政策，推动了办公领域的发展。政府在致力于将樟宜发展成一个航空枢纽的同时增加了旅客人数，这奠定了零售业和酒店业的发展。由裕廊集团带领的工业领域也见证了从制造业到高附加值产业的转型。

（3）由于房地产投资与其他投资相比风险较大，宏观环境须降低政治和法律风险，这是极为重要的。在这方面，新加坡政府提供了稳定性，这往往被视为成功的关键因素之一，尤其是对外国投资者而言，有法必依的法治精神降低了投资者所须警惕的不确定性，尤其在跨境投资中。

（4）新加坡政府保持开放经济的政策鼓励了外国资金的流入。外资的确振兴了房地产市场。然而，它也是一把双刃剑，在帮助推动开放市场的同时，导致了房地产价格的急剧攀升，尤其是在住宅地产市场。最近一次的住宅市场兴旺的原因之一就是外国买家的购买。

（5）无论是在交通、土地供给、绿化还是发展一个智慧型国家方面，新加坡政府都要率先进行长期规划，以保证所有利益相关者都能充分认识到未来的机会。一个典型的案例就是滨海湾地区的发展。填海造陆工程开始于20世纪70年代，在之后的80年代，该地被临时使用长达12~15年，直到90年代和进入新千禧时，滨海湾才逐渐

崭露出如今的容貌。可见在这30多年的时间里，规划是逐步被制订和实施的。政府机构采取了长期策略，同时也定期根据短期内的经济和社会变化趋势进行调整。例如，建屋发展局已经允许单身人士购买新的组屋，这一政策在10年之前是从来没有被考虑过的。

在过去的50年里，政府在新加坡房地产业的发展过程中所发挥的作用是显而易见的。从住房到工业地产，政府不仅仅支撑着各类房地产的开发项目，它在必要和有利时还会作为开发商率先起主导作用。例如，在公共住房和工业发展中，政府一直是主要的开发商，引领着这些领域的发展。在房地产其他领域，它在整个项目的生命周期中扮演着关键的角色。最重要的是，政府奠定了房地产业茁壮成长的基础。在这些年间，政治稳定与经济增长为新加坡房地产业的发展与成长铺平了道路。

在未来，科技将对房地产的发展产生重大影响。由于新加坡旨在成为世界上第一个智慧型国家，所有的建筑物，无论是学校、住宅、商业地产还是工业地产，都不仅要是绿色建筑物，而且还要与科技接轨。

---

1. 资料来源：the Urban Redevelopment Authority（URA），Singapore.（https: //www.ura. gov. sg/uol /master-plan/View-Master-Plan /master-plan-2014 /Growth-Area/City-Centre /Marina-Bay-Marina-South. aspx）。
2. 滨海湾市中心图片请见图2.3，图片由市区重建局提供。
3. 资料来源：Ong，S. E.，Sing，T. F. and Malone-Lee，L. C.，（2004）“Strategy Considerations in Land Use Planning: The Case of Singaporean White Site”Journal of Property Research，21: 3，235-253。
4. 资料来源：Sing，T. F.，Yu，S. M. and Ong，S. E.（2002）“White”Site Valuation: A Real Option Approach，”Pacific Rim Property Research Journal，Vol.8，No.2，pp.140-157。
5. 位于普林塞普街（Prinsep Street）的章壬全坊有一处保护建筑地块，也被以白色地段出售。
6. 资料来源：Ortalo-Magne，F. and Rady，S.，2006.“Housing Market Dynamics: Onthe Contribution of Income Shocks and Credit Constraints，”Review of Economic Studies，73，459-485。

7. 资料来源：Tu，Yong and Wong，Grace K. M.，2002，Public Policies and Public Resale Housing Prices in Singapore，International Real Estate Review，5: 1，115-132。

8. 资料来源：Sing，Tien Foo，Tsai，I-Chunand Chen，Ming-Chi，（2007），“Price Dynamics in Public and Private Housing Markets in Singapore” Journal of Housing Economics，Vol. 15，No. 4，pp. 305-320。

9. 资料来源：Ong，Seow Eng and Sing，Tien Foo，2002，“Price Discovery between Private and Public Housing Markets，”Urban Studies，39（1），57-67。

10. 在执行共管公寓推出时，月收入的最高限度被设为10 000新元。2011年8月15日，月收入最高限度被修订为12 000新元。

11. 不动产市场咨询委员会是由政府和私人企业的代表建立起来的，在1985年经济衰退对房地产市场造成了严重打击后，他们试图拟定一份重振市场的行动计划，而建立REITs市场就是在行动计划中用来刺激房地产市场的其中一项建议。

12. 资料来源：市区重建局。

13. 资料来源：国家发展部马宝山先生（Mr. Mah Bow Tan），新加坡《商业时报》（拉希瓦拉，2001）。

14. 资料来源：中央公积金委员会统计。

15. 在1996年5月之前，银行提供给私人房地产的买家高达产业市值的90%的贷款。

第三章

私人房地产开发商在城市化过程中的角色

程天富



导言

新加坡今日美丽的城市景观并非轻易得来。矗立在商务中心区的摩天大楼标示着这个城市的经济增长和财富创造。它们正是新加坡公共机构和私人领域在过去50年来共同努力的成果。

政府对主要的土地用途做总体规划，并负责主要基础设施的建设。这些基础设施包括机场、海港、公路及学校、公园和市场等公共设施。私人房地产开发商发挥企业家的作用，负责融资和承担市场风险，将新加坡的城市发展蓝图变成现实。它们通过政府的土地出售计划购买土地，然后将它们发展成供商业和工业用户使用的生产性空间，及供那些想要“有瓦遮头”的本地居民和外国人士使用的居住空间。

在商务层面上，私人房地产开发商须面对房地产发展的市场竞争；而在社会层面上，建设可负担的住房则仍然属于政府的关键职责。新加坡政府自1964年开始实施宏伟的“居者有其屋”计划。自此以后，负责公共住房的政府机构——建屋发展局，为满足人民的住房需要，已着手实施大规模的公共住房建设项目。建屋发展局已经系统地推出了超过100万套公共组屋，而现如今这些住房已为超过90%的新加坡公民提供负担得起的住屋。新加坡在公共住房项目上所取得的成就令许多国家艳羡不已。

本章旨在讨论新加坡的私人住宅市场。首先是对新加坡住宅市场进行宏观动态分析，接着对目前在新加坡较为活跃的几家房地产开发商进行微观层面的讨论。在进入最后一节之前，本章也将对新加坡土地供应活动和商业地产市场进行分析。

新加坡住宅市场

新加坡的住宅市场有着独一无二的双市场结构，它是由享受政府津贴的公共住房市场[注]和自由交易的私人住宅市场共同组成的。图3.1为新加坡自1980—2014年这两个市场的住房存量。公共住房单位和住房总存量的占比在1995年达到峰值，为88.07%。住房总存量，按居民家庭居住的住房单位数量计算，已从1980年的472 700套大幅增加至2014年的1 200 000套。公共住房在20世纪80年代的广泛兴建促进了住房存量的迅速增长。公共住房自有率在1990年时达到89.8%，自此以后都保持在90%以上（见图3.2）。

在满足大部分居民的基本住房需求后，新加坡政府开始转向提供多样化的房屋选择，以满足居民随收入增长而不断提高的住房质量需求。政府已通过土地出售计划将住房用地以市价卖给私人开发商以建设私人住房单位。私人住房存量（包括有地和非有地住宅单位）从1990年的11.08%稳步增长到2014年的19.27%（见图3.1）。私人住房存量的增长主要来自非有地住宅单位，其中包括共管公寓（condo）和普通公寓（apartment）。[注]由于新加坡土地稀缺，很多有地住宅用地已经被重新开发成高密度的非有地住宅项目。有地住宅单位在住房总存量中的占比自1990年的7%下跌到2014年的3.6%。然而同期的非有地住宅单位的占比却从4.08%上升到13.48%。截至2014年，70%的私人住房存量为非有地住宅单位。许多私人开发商开始活跃于非有地住宅项目的开发，这些开发项目大多都是设有共用设施的分契式住宅单位，以满足居民随收入增加而提高的住房需求。

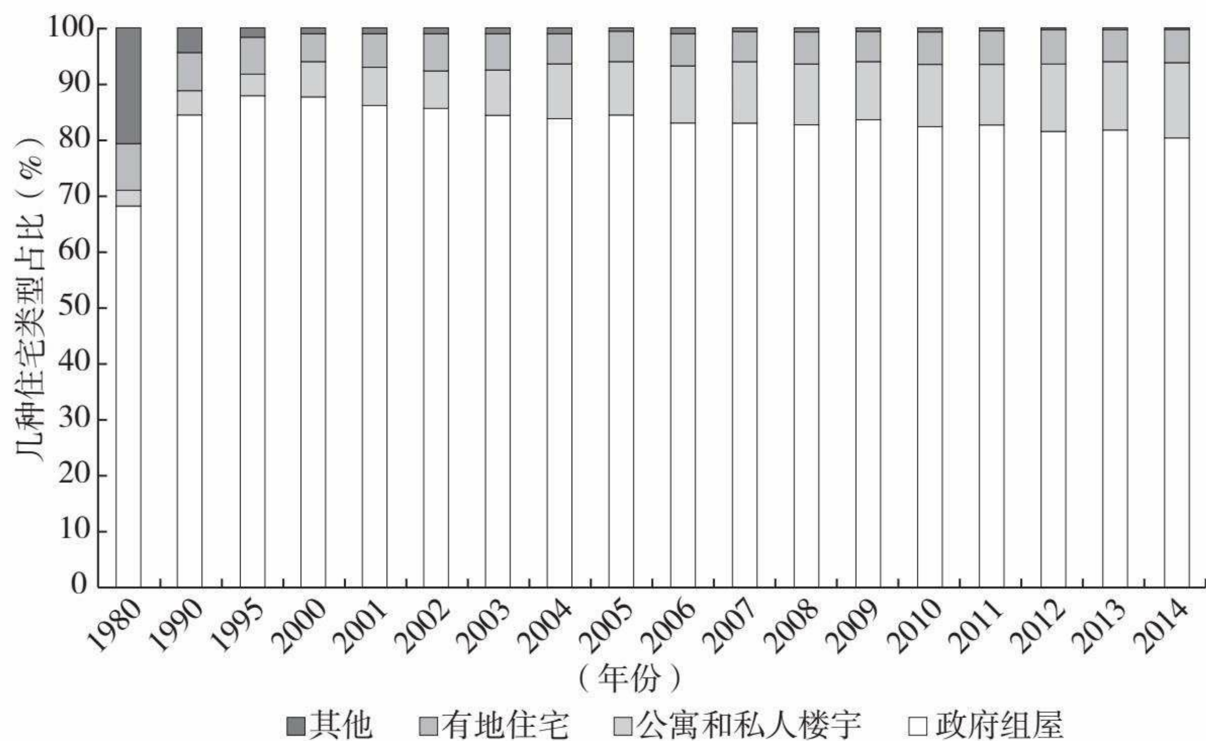


图3.1 住房类型结构图（1980—2014年）

资料来源：新加坡统计局。

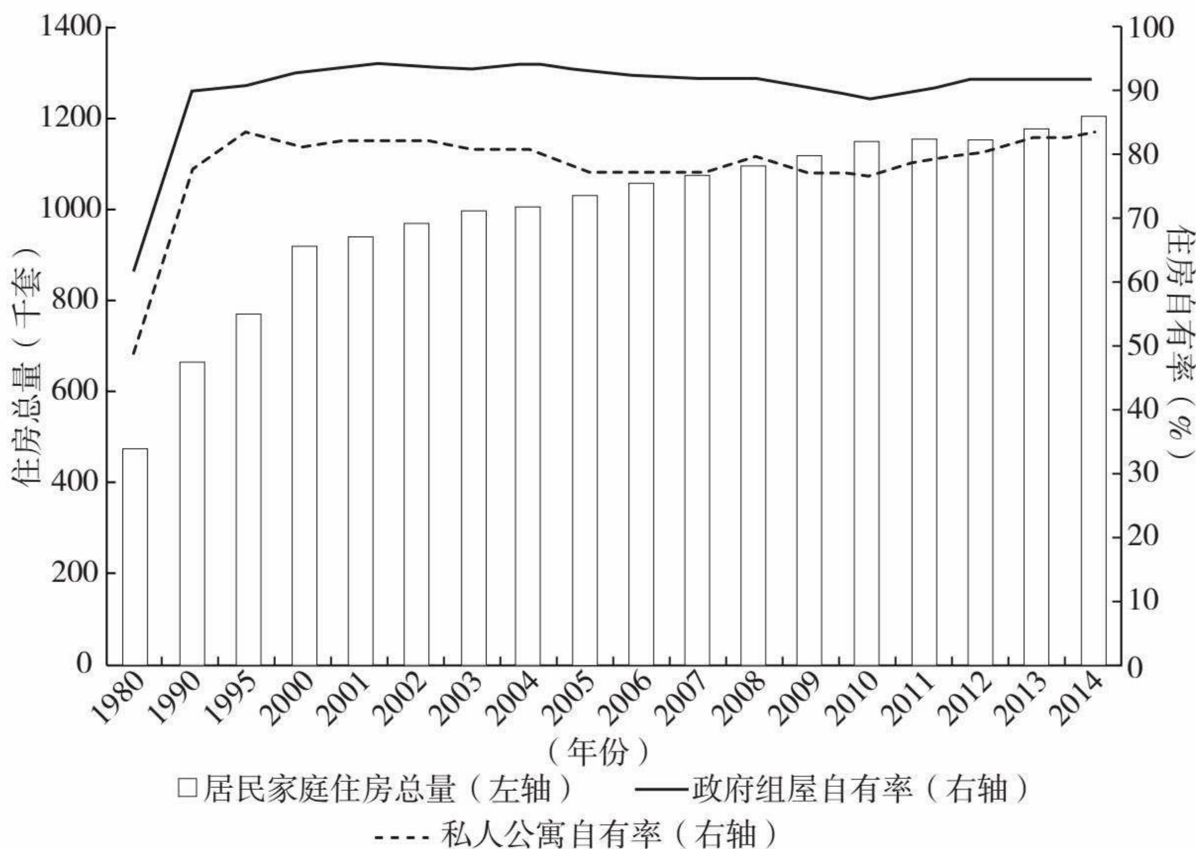


图3.2 住房总存量和住房自有率

资料来源：新加坡统计局。

住房属于一种通胀避险的工具。房价随着通胀而上升，因而可以保护业主或投资者免受购买力削弱的冲击。新加坡和很多国家的相关实证分析(注)结果表明，与债券和股票等其他资产相比，房地产可以更有效地对冲通胀风险。在新加坡，与非有地房产相比，私人有地房产被证实拥有更高的通胀对冲能力。

私人住房存量

在土地紧缺的新加坡，非有地私人住宅房产，包括共管公寓和普通公寓，是最受欢迎的住房类型。图3.3根据新加坡市区重建局的统计数

据显示了各类私人住宅房产的分布情况。非有地私人住宅房产占新加坡私人住宅总量的2　/3。截至2015年第二季度，市场上可供出售的私人住房总存量为318 524套，其中71 699套（占22.5%）为有地住宅单位，246 835套（占77.5%）为非有地住宅单位。私人住宅分布结构的变化是从1996年第二季度进入房地产市场周期的高峰期之后开始的。除了公寓外，所有私人住房类型在私人住房总量中的占比此后开始下降。1996年第二季度公寓套数仅占可供出售的私人住房总存量的25%，然而到了2015年第二季度，公寓的占比翻倍，达到51.4%。

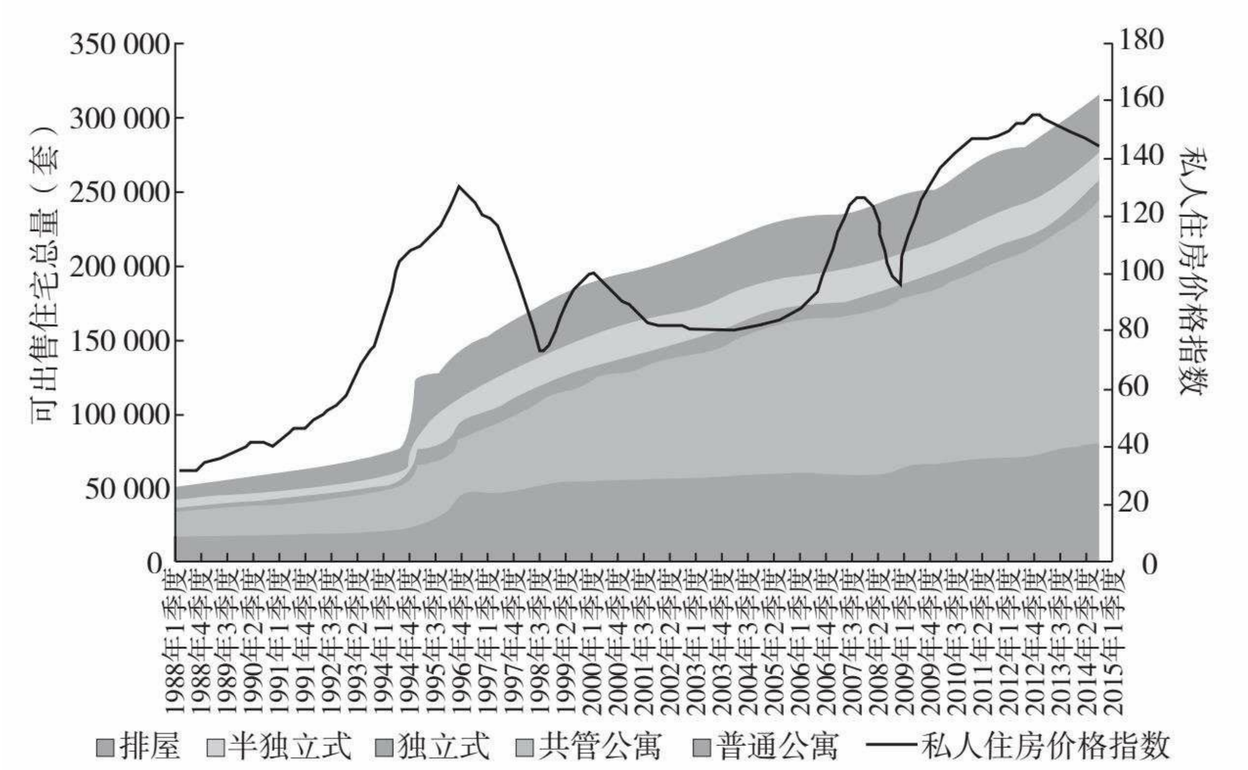


图3.3 可出售住房存量

资料来源：新加坡市区重建局房地产资讯系统。

图3.3将房屋类型分成有地住宅组别和非有地住宅组别，该图同时也显示了两组私人住宅房产在1988—2015年间的占比情况。黑色实线为私人住房价格指数。非有地住房总存量从1998年第一季度的35　802套增加到2015年第二季度的246　835套，增长为6.89倍。同期有地住宅存量也从14　132套增加至71　699套，增长为5.07倍。从图3.3可以看到一个有趣

的现象：在私人房屋价格自1988年第一季度以来一直呈上涨趋势的同时，有地住宅存量占比从28.3%逐渐上升到1992年第三季度的39.2%。各种类型的有地住宅存量（包括排屋、半独立式住房和独立式住房）大规模地上升，从1994年第四季度的24 583套增加到1995年第一季度的58 955套，这使有地住宅占比达到47.4%的峰值。1996年第二季度私人住宅的房价达到峰值后，非有地住宅大量增建，这使得有地住宅的占比下降到2015年第二季度的22.5%。这与政府为强化新加坡土地资源的利用所付出的努力一致。按所有权状态分类（见图3.1），新加坡家庭所拥有的非有地住宅单位的住房拥有率在1995—2014年期间主要介于77%到88.3%之间，这反映了新加坡居民极想拥有一套私人公寓的愿望。

重大危机与私人住宅市场的趋势

图3.4显示了在1960—2014年间出现了3个明显的周期。这3个房地产周期分别在1983/1984年、1996年和2013年。趋势线表明私宅房价自1975年起维持着每季度平均0.19%的增长率，在持续稳定增长。尽管市场出现短期波动，房屋价格增长了大约23倍，市区重建局私人房屋价格指数自1965年的9点增长至2014年的205.7点。

过去50年间出现的很多下滑周期都是因为市场上发生的重大经济危机事件，包括20世纪70年代的石油危机、1985年的经济大衰退、1997年的亚洲货币金融危机和2007年的美国次贷危机。重大事件，例如海湾战争、伊拉克战争、“9·11”事件、SARS的暴发及2004年的印度洋大海啸，也对私人住宅的房价趋势有一定的打击。这些预料之外的冲击可能会对经济造成更广泛的不利影响，并蔓延至住房市场，导致私人住宅房地产市场的房屋价格处于短期的下降趋势。

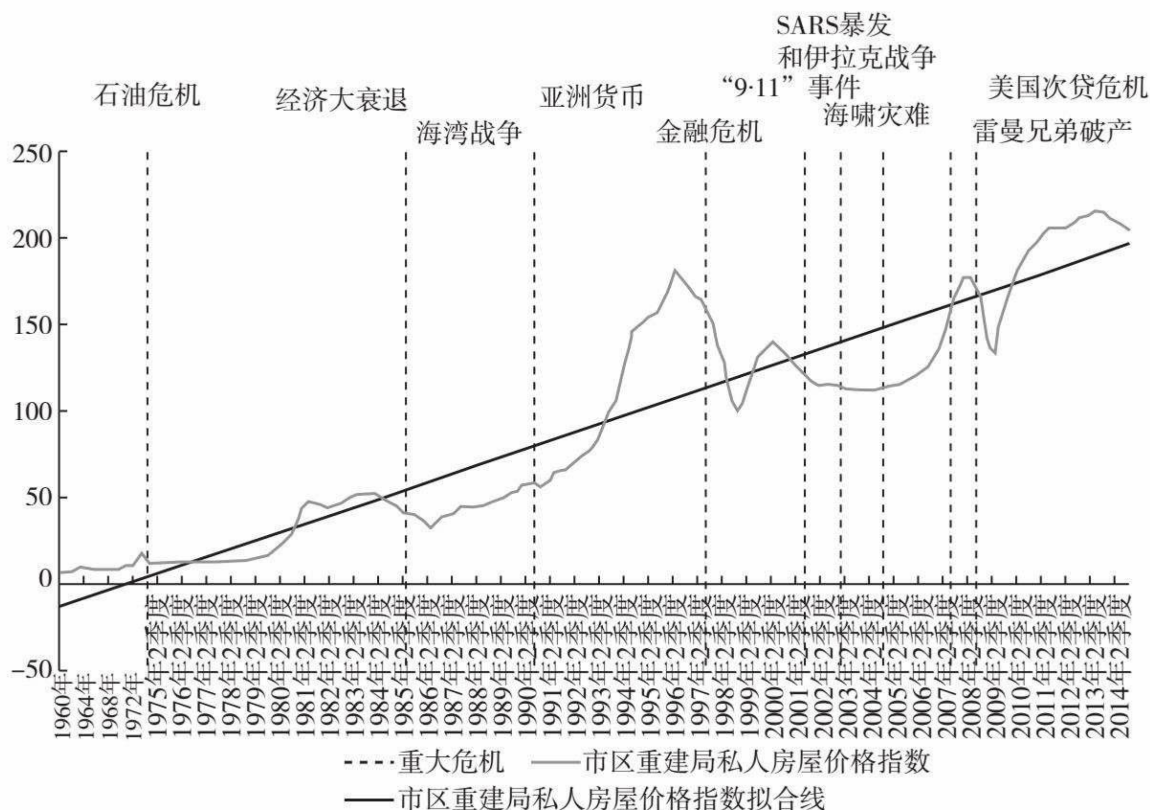


图3.4 重大危机和新加坡私人住宅房价趋势

资料来源：新加坡市区重建局房地产资讯系统、新加坡产业发展商公会、城市发展。

新加坡的公寓项目

公寓是一种配有共用设施的新型住房概念，这一概念于1974年第一次被引入新加坡。这种集体居住的概念吸引了很多中等收入的年轻夫妇，他们认为拥有一套共管公寓是实现社会阶层向上流动的一种理想途径。此外，公寓的高层建筑和高密度性质也符合新加坡以优化有限土地资源为宗旨的规划理念。

1972年，发展置地在乌鲁班丹和荷兰路处以每平方英尺7新元的价钱购入一块永久地契的地块，并将其建设为当时新加坡最大的私人公寓项目——槟兰谷公寓。该项目在1978年竣工，这个拥有625套住宅单位

的项目被视为新加坡第一座共管公寓。㊟而第一座超高层公寓项目——珍珠苑，是由福成私人有限公司（Hock Seng Enterprise）建设的，且这个项目早在1976年就已竣工。㊟陈青松先生是这两座最早的公寓项目的建筑设计师。㊟依照竣工日期来看，位于汤林生路28层楼高的梅园竣工于1974年，应该算是新加坡第一座公寓。㊟该公寓项目占地7 230平方米，由邦典贸易有限公司（Pontiac Trading Co. Limited）建成。2006年，该建筑物以2.38亿新元的价格整栋出售给旅店置业有限公司（Hotel Properties Limited）。㊟同样依照竣工时间来看，普士迪私人有限公司（Prestige Homes Pte. Ltd.）在1976年建成了坐落在罗尼山路的翡翠乐大厦（Futura），它是新加坡第二座公寓。这一建筑物于2006年10月以2.873亿新元的价格整栋出售给城市发展。㊟

由于开发商对共管公寓的概念不熟悉，在20世纪70年代的起步阶段，私人开发商不确定购房者对这个概念的接受程度，因此公寓以较缓慢的速度发展，让开发商逐步了解潜在购房者的偏好。经济增长是驱动公寓住房市场第一阶段发展的主要动力。㊟新加坡经济在20世纪80年代初期的迅速增长，吸引了大量跨国公司和外国人才的涌入，增加了对公寓住房的需求。政府于1981年允许中央公积金成员利用普通户头中的存款在批准的住房项目计划（Approved Residential Properties Scheme）下购买私人住宅，进而推动了公寓需求。

然而，1985年的经济衰退减缓了公寓需求的增长速度，也导致公寓价格指数在1987年第二季度跌落到了谷底。然而，公寓市场拥有强韧的弹性，公寓房价在1986年第三季度回升，并在此后以季均4.27%的百分率持续增长，于1996年第二季度达到峰值。最大的按季增幅分别是1994年第二季度的18.7%和1996年第二季度的11.7%。政府干预了反应过热的私人住房市场，于1996年5月首次推出一系列反投机政策。1997年7月爆发了亚洲金融危机，造成了亚洲国家汇率的暴跌（包括韩国、泰国、印度尼西亚和马来西亚），再次导致公寓市场陷入低迷，公寓房价于1998年连续4个季度下跌了7.15%—10.10%。

图3.5显示了共管公寓市场在1998年金融危机后期的新建公寓数量和空置量。尽管共管公寓价格在危机后期持续走低，每季度仍有平均1 651套的公寓工程动工。1999—2003年间，公寓空置数量低于6 600个单位。2003年3月1日，SARS在新加坡的暴发，进一步打击了公寓市场上的交易活动。在2003—2004年间，公寓的动工量甚至低至每季度609个单位，而空置单位量上升至8 760个单位。市场在2005年后逐步恢复正常，这个涨势因2007年次贷危机的爆发再次被打断。然而，次贷危机对市场的影响是短暂的，私宅市场又在2009年后开始出现过热现象。在2009—2014年间，共有3 021个新的公寓单位开始建设，供应过剩的情况加剧，每季度的平均新增单位为1 385个。截至2014年第四季度，空置的公寓数量增加到12 885个单位。

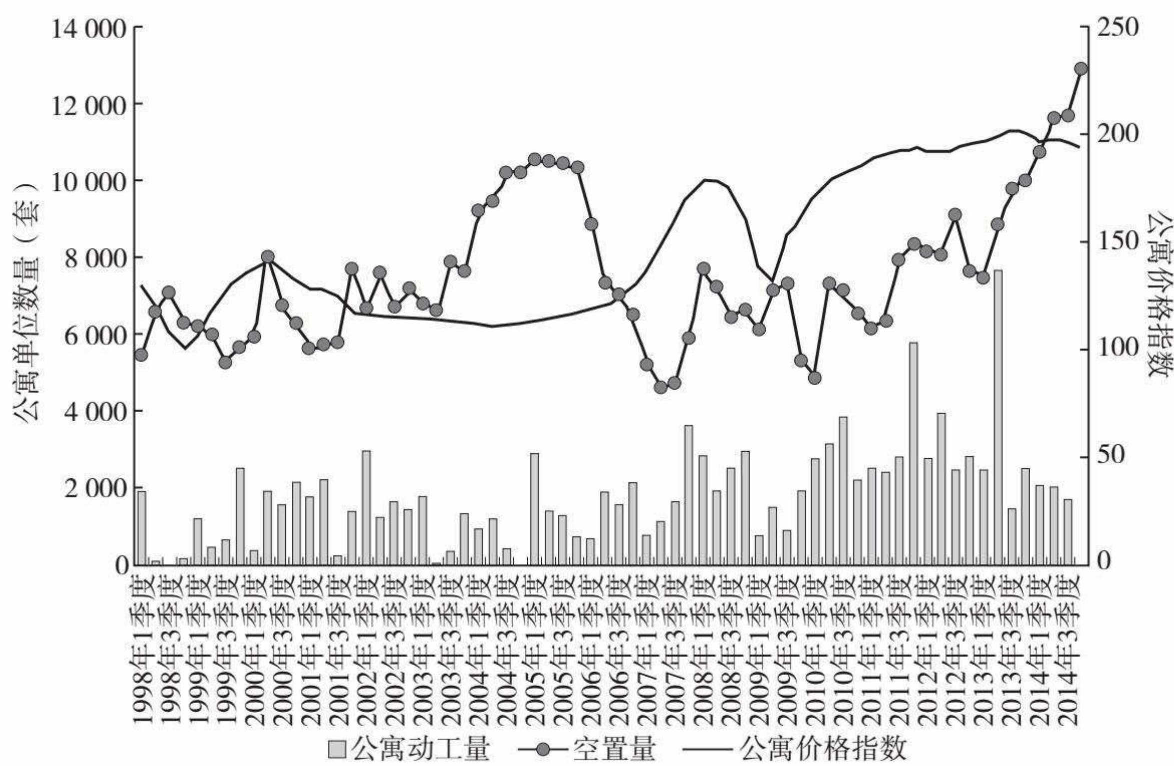


图3.5 公寓空置存量和新供给的单位数量

资料来源：新加坡市区重建局房地产资讯系统。

新加坡的私人开发商："梦想家"与"冒险家"

房地产开发是一项需要承担高风险的行业，开发商必须具有企业家的冒险精神。开发商可通过一个内部的专业团队或聘请第三方专业团队，来参与项目的开发。由于房地产的异质性、不可移动性和资本密集性，房地产开发活动通常都是地方性的。本地开发商可以更好地利用规模经济、地方知识和声誉等地主之利来扩展它们在本地市场的份额。远东机构创始人黄廷方先生（Mr. Ng Teng Fong）在1996年接受苹果日报采访时说道：㊟

"要做房地产发展这行业，是不可能在每一个区域都投资的。打开地图，要是你在地图上看不到这个地方（因为太小了）而只看到这个地方的名字，那就是该投资的地方 ……新加坡和中国香港就是最好的例子。"㊟

根据1995—2009年之间的出售统计分析，新加坡有总数为393个的私人公寓住宅项目，和102 318套的私宅，如按其累计新住宅单位供应量除以市场上的总的新建住宅单位供应量来计算，表3.1按开发商在非有地私人住房单位总供应量的市场份额列举了市场份额占据前10名的开发商。㊟城市发展和其母公司丰隆集团（Hong Leong Holdings）是新加坡最大的开发商，它们占据了18.22%的市场份额，且共同推出了18 638个新住宅单位。远东机构 [及其上市子公司乌节广场酒店控股有限公司（Orchard Parade Holdings Limited）]是第二大开发商，共销售了16 691个新住宅单位（占16.31%）。两家政联地产企业——凯德集团和吉宝置业凭借8.82%和5.10%的市场份额分别位列第三与第四。国浩房地产有限公司作为郭令灿先生（Mr. Quek Leng Chan）的丰隆集团（马来西亚）的房地产载体，在1995到2009年间在新加坡建造和销售的私人住宅的数

量占非有地私人住宅单位总数的4.87%。

在新加坡，开发商可大致分为上市公司和私人企业两大类型。新加坡有许多私人房地产开发公司都是由家族所掌控的，例如已故黄廷方先生拥有的远东机构 [目前由黄志达先生（Mr. Ng Chee Tat）领导]、郭氏兄弟的邦典置地（Pontiac Land）、拉吉古玛（Raj Kumar）和吉辛古玛（Kishin RK）的皇家控股（Royal Holdings）和皇家资本（RB Capital）、陶欣伯先生（Mr. Tao Shing Pee）的欣光集团（Shing Kwan Group）及黄祖耀先生（Mr. Wee Cho Yaw）的庆隆集团（Kheng Leong Group）。有些开发商通过其上市公司来经营地产发展业务，例如郭令明先生（Mr. Kwek Leng Beng）的城市发展、郭令灿先生的国浩房地产有限公司、已故陈振传先生（Mr. Tan Chin Tuan）的海峡商行（Straits Trading Company） [目前由周玉琴女士（Ms. Chew Gek Khim）领导]，还有黄祖耀先生的华业集团（UOL Group）。第三组开发商包括政联企业，例如上市的凯德集团和吉宝置业，及没有上市的丰树产业（Mapletree Investment）、腾飞集团和职总安居。

表3.1 新加坡市场份额前10名的开发商（1995—2009年）

序号	名称	单位总数	市场份额	累计市场份额
1	城市发展 + 丰隆集团	18 638	18. 22%	18. 22%
2	远东机构	16 691	16. 31%	34. 53%
3	凯德集团	9 021	8. 82%	43. 34%
4	星狮地产（Centrepoint）	8 930	8. 73%	52. 07%
5	吉宝置业	5 219	5. 10%	57. 17%
6	国浩房地产有限公司	4 983	4. 87%	62. 04%
7	永泰地产（Wing Tai Hololings）	4 491	4. 39%	66. 43%
8	MCL 地产（MCL Land Ltd. ）	3 931	3. 84%	70. 27%
9	长春产业有限公司（Allgreen Properties Ltd. ）	3 534	3. 45%	73. 73%
10	和美置地（Ho Bee Group）	2 371	2. 32%	76. 04%

注：排名顺序依照开发商市场累计份额来计算。
资料来源：爱德华·N.库尔森（Edward N. Coulson），志东（Zhi Dong），程天富（Tien Foo Sing）.评估享乐成本函数：新加坡私人住宅房地产市场的案例 [A] .新加坡国立大学房地产研究院工作文件，2015。

新加坡许多第一代房地产企业家大多数在新加坡独立前就移居至此，他们的发迹史和经历都非常相似，他们进军房地产行业也绝非偶然。已故的黄廷方先生最初进入房地产行业的时候并非一帆风顺，他的奋斗史也被载入于2010年由远东机构出版的50周年纪念刊《地标》（Landmarks）。其中写道："他违逆其父的意愿，在二十几岁时便开始追逐房地产发展的梦想，并在罗兰路（Lowland Road）、菲格兰街（Figaro Strect）和高原路（Highland Road）建造排楼和半独立式房屋，开启了他的业务发展之路。"（选自第2页第4段）

如果没有这些创始人的坚持与远见，新加坡就不会有现在这个辉煌的房地产的产业"帝国"。㊟城市发展创始人已故郭芳枫先生（Mr. Kwek Hong Png）曾设想道："我的志向是收购土地和建造房屋。当我还是个学徒的时候，我常常沿着新加坡河岸看着林立的商店，幻想着有朝一日，我自己的摩天大楼能矗立其中。"勤奋努力是第一代企业家身上与生俱来的素质，是让他们能在房地产行业中获得辉煌成就的一个重要因素。

私人住宅市场

新加坡的经济增长也促进了本地房地产业务的迅速增长。在20世纪60年代新加坡独立初期，因受到资本的局限，这些私人开发商只能购买小幅地块来建设排楼和半独立房屋。它们利用这些住宅项目售后的资金来购入更多土地，以建设更多且占地面积更大的有地房屋单位。私人开发商在20世纪70年代的迅速发展可与当时的公共住房项目（政府组屋）的发展速度并驾齐驱。私人开发商也开始建造拥有较大楼面空间的高层公寓，这些公寓在当时被比喻为"空中楼阁"。这些开发项目包括比华丽

岭（Beverly Hill）、幸运大厦（Lucky Tower）、檀香山大厦（Honolulu Tower）等等，这些住宅项目主要坐落于靠近武吉知马路、经禧路、格兰芝路和里峇峇利路的黄金地段。20世纪80年代，共管公寓成了新加坡人大受欢迎的住房形式，为他们提供了一个拥有开敞空间及大规模的共享休闲设施的住房模式。

到了20世纪90年代，私人开发商开始重视声誉的建立，并提高建筑质量，为消费者提供更高的价值。新加坡建设局于1989年推出了建筑工程质量评价系统（CONQUAS），促进了开发商对于建筑质量的追求。建于市区重建局或建屋发展局出售土地上的项目，必须强制接受建筑质量评估。

在这段时期，也发生了3起重大并购（mergers and acquisitions）事件，牵涉新加坡的房地产企业。1990年4月，联合工业股份有限公司，一家以制造清洁剂为主的公司，对新加坡置地发起了全面收购，[注]并在收购后把它并入联合工业股份有限公司的投资载体。新加坡置地当时是一家上市地产公司，其董事长陶欣伯与其家族共持股20%。新加坡置地持有大规模的商业房地产组合，包括好几栋位于市中心的优质商业地产，如滨海广场（Marina Square）、位于美芝路的新门广场（The Gateway）、蚬壳大厦（Shell Tower）、吉利福中心（Clifford Centre）及位于来福士坊-珊顿道附近的盛坤阁（Shing Kwan House）。[注]1995年，由郭令灿先生领导的财团和黄廷方先生的乌节广场酒店控股有限公司对杨协成（Yeo Hiap Seng）餐饮集团的控制权展开了一番角逐。由郭令灿先生所领导的投资载体柯麦林（Camerlin）——是由郭先生持着40%的多数股权的第一资本公司（First Capital Corporation），和各持有20%股权的森巴旺公司（Sembawang Corporation）、虎豹兄弟（Haw Par Brothers）和印度尼西亚沙林集团（Salim Group）组成的。[注]1995年7月9日，黄廷方先生的乌节广场开始在公开市场上大规模地购入杨协成的股份，[注]并在1995年9月成功持有杨协成82.98%的控股权。在一次采访中，黄志达先生明确解释了此次远东机构收购杨协成的动机："我

们主要对杨协成的品牌及其餐饮业务感兴趣，收购之后，我们也利用了远东机构的房地产发展经验来协助杨协成发展位于杜尼安路的两块厂房地段。这些项目出售所得资金可用于扩展杨协成在中国、印度尼西亚、马来西亚和柬埔寨的生产线和业务。”[注]

案例3.1 百腾置地和发展置地的合并

1996年，由新加坡政府所有的投资公司——淡马锡控股私人有限公司（Temasek Holdings Private Limited）——在市场估价顶峰时期将旗下拥有一系列市区重建局重建工程的百腾置地有限公司转售给新加坡科技集团（Singapore Technologies，简称ST）。截至1999年12月31日，百腾置地的总资产价值为82亿新元，并且在新加坡以外的12个国家和24个城市均有投资，这些国家包括亚太地区和英国的主要城市。

百腾认识到在进行海外投资时，规模经济会带来额外的竞争优势。恰好在2000年年初，一个创造规模经济的机会出现了。星展银行（DBS）正对旗下的上市地产公司发展置地（原是从自家房地产部门脱离出来的企业）的出售方案予以认真考虑。发展置地在当时是新加坡交易所主板上市的第二大地产公司，截至2000年7月11日，其市值达到35亿新元。它以新加坡为总部，1999年12月31日总资产达到75亿新元，其业务横跨亚太地区与欧洲地区11个国家。

ST主动向星展银行提出收购提议，此时的星展银行即将拒绝国际投资者对发展置地股份所提出的一些慎重的收购建议。ST所提出的收购报价远高于其他国际投资者，这使它成功收购星展银行在发展置地所持有的股份。此次发展置地的收购为之后与百腾置地合并以成立凯德集团奠定了基础。2000年7月12日，百腾置地和上市的发展置地达成合并协议，设立了东南亚最大的上市地产公司，其总资产高达约180亿新元。此次的合并让新的企业——凯德集团可以凭借更大的规模和开发能力一跃成为能与他人竞争的国际参与者。在合并协议中，发展置地通过股权置换的协议成了百腾置地的全资附属

公司。在股权置换的协议中，根据两家公司的每股资产净值（NAV），发展置地的普通股以1：0.928的比例与百腾置地新的普通股互换。合并后，发展置地将被撤销上市地位，而百腾置地将以凯德集团的身份在新加坡股票交易所（Singapore Stock Exchange）上市。

此次合并原因分析：

此次合并给双方均带来了巨大的收益：

公司规模扩大，带来大规模的核心业务

成功合并后的公司是东南亚地区最大的上市地产公司，其资产总额高达180亿新元，因此具备扩展国际业务的能力。合并后的公司拥有更大的收入基础及大规模的核心业务，这提高了它在追求海外发展机会时的业务效率和灵活性。

更大的市值

合并后的公司总资本在1999年12月31日扩大到约70亿新元。资本基础的扩大使公司可以更加有效地与其他大规模的地产公司争购其他企业。合并后公司的国际知名度将提高，这有助于提高公司吸引投资交易伙伴的能力。拥有更大的市值也能够为公司在更广泛的潜在投资群中吸引来自基金投资者更强烈的兴趣。

更广泛的地理分布

合并后的公司在包括新加坡、马来西亚、澳大利亚、新西兰和英国在内的15个国家的31个城市中均有一定的市场地位。这使公司能享有区域性分散化带来的好处，并且使公司降低了对于单一市场、单一租户、单一资产或单一资产类型的过度依赖。

业务营运的协同效益和规模经济

合并后的公司能够雇佣来自世界各地的优秀人才和专家。在人力资源的培养、最佳经营方案的鉴定和采用及谈判力与购买力的提升方面，公司能够实现业务营运的协同效应。

私人住宅的市场活动在2000—2005年之间萎缩不振，这是由于市场被多重外部冲击的阴云笼罩着，例如2001年的“9·11”事件。私人住宅市场在2004年、2005年复苏，随后私人住宅房价急剧上涨，但这一增长势头却受2007年美国次贷危机影响而停滞不前。私人住宅房价下跌的趋势并未持续很久，房价在2009年呈“V”形迅速反弹，这导致了政府在2009年年末对私人住宅市场进行干预。2005年后的私人住房市场出现了3个趋势。

第一个趋势是，远东机构于1996年完成的项目——翠湾园（The Bayshore），至2005年为止是新加坡最大的公寓项目，该项目共有1 038个住宅单位，在这之后，许多大规模（超过1 000个住宅单位）的住宅项目开始出现，包括凯德集团的两个住宅项目——丽敦豪邸（D'Leedon）（1 715个住宅单位）及翠城新景（The Interlace）（1 040个住宅单位），这两座公寓都建在通过整体出售项目购得的土地之上；吉宝集团在直落布兰雅（Telok Blangah）旧船坞和码头地段上建设的吉宝湾映水苑（Reflection by Keppel Bay），还有城市发展在那块从市区重建局购得的土地上建设的滨海舫（The Sail @ Marina Bay）（1 111套）。第二个趋势是，更多的私人开发商聘请外国知名建筑设计师来为私人住宅创造标志性的建筑设计，此现象在2000年后尤其显著（见案例3.2）。注

案例3.2 国际知名建筑设计师的不断出现

已故的保罗·鲁道夫和丹下健三（Kenzo Tange）及贝聿铭（I. M. Pei）等世界知名建筑设计师在20世纪80年代到90年代这段时间里，在新加坡的天际线上留下了专属于他们的记号。早期由外籍建筑设计师设计的项目主要是商业中心优质地区的高层商用大厦。由贝聿铭设计的项目包括来福士坊、华侨银行中心、新门广场、新达城；由丹下健三设计的项目包括大华银行大厦、现更名为来福士码头一号的华联银行大厦；而由保罗·鲁道夫设计的项目包括鸿福中

心。至于住宅项目，已故的保罗・鲁道夫设计了坐落于格兰芝路82号的标志性建筑柱廊公寓（于1986年建成），而已故的丹下健三设计了位于武吉知马路上段的里岭公寓（Linear，于2006年建成）。

在21世纪前10年新加坡房地产市场稳步上升的时期，许多开发商聘请知名的外籍建筑设计师来提升它们的住宅项目的品牌形象。随着市场竞争愈加激烈，知名建筑设计师能为住宅项目提供新颖的设计构想。一些分析人士认为，外籍设计师的声望可为项目带来正面的品牌效应，因此有助于提高项目的出售价。21世纪前10年中期，例如凯德集团、城市发展、吉宝置业和远东机构这样大规模的开发商聘请的知名的外国设计师包括布罗・奥雷・舍伦（Buro Ole Scheeren）、丹尼尔・里伯斯金（Daniel Libeskind）及摩西・萨夫迪（Mosche Safdie）等，开发商借用这些建筑师的名义来打响本地的住宅项目（见表3.2）。萨夫迪为凯德集团设计的晴宇（Sky Habitat）已成为碧山中心地区的独具特色的地标建筑。该项目包括由3座桥梁连接而成的两座大厦。尽管一项分析认为萨夫迪的名望能为项目带来项目总价值30%到35%的增值额，然而，由标志性建筑设计所带给此项目的增值额难以核实。㊟

当然，也有不少新加坡本地的建筑设计师也设计了屡获殊荣的标志性建筑项目，其中包括达士岭。一些开发商，例如SC环球公司（SC Global），对于本地建筑设计师更具信心，故聘请他们来负责开发项目的建筑设计。SC环球公司位于百德申山（Peterson Hill）的超豪华公寓项目——马克百德（The Marq）的售价在2011年8月创下了每平方英尺5 842新元的纪录。该项目是由本地建筑设计师曾任乾（Chan Soo Khian）所设计的。㊟SC环球公司行政总裁钟世平（Simon Cheong）评价说：“本地设计师对我们的环境和居住条件有着更深层的了解，因此他们可以更自如地将他们对于本地环境的了解体现在设计中。”

外籍建筑设计师的到来为新加坡高层公寓带来了更丰富多彩且多样的建筑设计，同时也给本地建筑设计师带来了良性竞争，更让他们在住

宅项目中持续创新和采用新科技。然而，外籍设计师的薪酬较高，因此开发商需要了解消费者是否愿意付出较高的价钱来购买由外籍建筑师设计的住宅，这是非常重要的。开发商也会很想知道外籍建筑师的标志性设计能否为它们带来品牌效益，从而促进项目销售。尽管这些问题仍然是个谜，但是可以确定的是，房价的上升会增加那些由外籍知名建筑设计师设计的开发项目的数量。

表3.2 21世纪前10年初期由外籍设计师设计的住宅项目一览表

编号	项目名称	地点	住宅单位数量	用地面积（平方米）	（预计）竣工年份	外国设计师/设计公司	开发商
1	双景岭（DUO Residences）	奥非路（Ophir Road）/梧槽路（Rochor Road）/美芝路	660	26 688	2017	布罗·奥雷·舍伦	马新私人有限公司（M + S Ptd. Ltd.），包括马来西亚企业国库控股（Khazanah Nasional）和新加坡的淡马锡控股私人有限公司
2	滨海盛景豪苑（Marina One Residence）	滨海路（Marina Way）	1 042	26 200	2017	克里斯托夫·英根霍芬（Christoph Ingenhoven）	马新私人有限公司，包括马来西亚企业国库控股和新加坡的淡马锡控股有限公司
3	珊顿·云尚（V on Shenton）	5A 珊顿道	510	6 778	2017	班·范柏克（Ben van Berkel）/尤恩工作室（UNStudio）	联合工业公司（United Industrial Corporation）
4	风华南岸（South Beach）	美芝路	190	35 000	2016	诺曼·福斯特爵士（Lord Norman Foster）/福斯特建筑事务所（Foster and Partners）	城市发展和凯业集团（IOI Group）
5	丹戎巴葛中心的华利世家（Wallich Residence）	柏城街/绰关街	181	15 023	2016	SOM 建筑设计事务所（Skdmore，Owings & Merrill）	国浩房地产
6	史格士大厦（The Scotts Tower）	史格士路38号（38 Scott Road）	231	6 100	2016	班·范柏克/尤恩工作室	远东机构

编号	项目名称	地点	住宅单位数量	用地面积（平方米）	（预计）竣工年份	外国设计师/设计公司	开发商
7	伊藤首都豪宅（Eden Residences Capitol）	桥北路（North Bridge Road）/史丹福路（Stamford Road）	39	无数据	2015	理查德·迈耶（Richard Meier）	首都投资控股（Capitol Investment Holdings），由以下公司联合投资：鹏瑞利房地产控股（Perennial Real Estate Holdings，占24%）、邦典置地集团（Pontiac Land Group，占50%）和傲胜国际（Osim International，占26%）
8	哈娜轩（HANA）	汤林生路8号（8 Tomlinson Road）	29	无数据	2015	科瑞·希尔（Kerry Hill）	邦典置地集团
9	晴宇	碧山15街7号（7 Bishan Street 15）	509	11 997	2015	摩西·萨夫迪	凯德集团、三菱地产（亚洲）私人有限公司（Mitsubishi Estate Asia Pte. Ltd.）和清水投资（亚洲）私人有限公司［Shimizu Investment (Asia) Pte. Ltd.］
10	丽敦豪邸	花拉路（Farrer Road）	1715	78 042	2014	扎哈·哈迪德（Zaha Hadid），扎哈·哈迪德建筑师事务所/雅思柏设计事务所［RSP Architects Planners & Engineers (Pte.) Ltd.］	凯德集团
11	阿摩轩（Ardmore Residence）	阿摩园7号（7 Ardmore Park）	58	5 625	2013	班·范柏克/尤恩工作室	邦典置地集团
12	翠城新景	亚历山大路（Alexandra Road）/德普路（Depot Road）	1040	80 762	2013	布罗·奥雷·舍伦	凯德集团/酒店置业有限公司（Hotel Properties Limited）
13	吉宝湾映水苑	吉宝湾	1129	84 000	2011	丹尼尔·李伯斯金（Daniel Libeskind）	吉宝湾私人有限公司（Keppel Bay Pte. Ltd.，吉宝置业的子公司）
14	罗切斯特公寓（The Rochester）	罗切斯特大道（Rochester Drive）	366	14 331	2011	丹下宪孝（Paul Noritaka Tange）	UE纬壹发展私人有限公司（UE One-North Developments Pte. Ltd.）
15	克利夫特公寓（The Clift）	麦卡南街21号（21 McCallum Street）	312	1 820	2011	日本超级土豆（Super Potato）	远东机构
16	滨海舫	滨海林荫道	1111	90 909	2008	普瑞安（Peter Pran）和蒂莫西·约翰逊（Timothy Johnson）/美国恩比建筑咨询公司（NBBJ）	城市发展和美国国际集团全球地产（AIG Global Real Estate）

编号	项目名称	地点	住宅单位数量	用地面积（平方米）	（预计）竣工年份	外国设计师/设计公司	开发商
17	乌节诗阁公寓（Orchard Scotts Residences）	安东尼路（Anthony Road）/碧霞路（Peck Hay Road）	205	25 000	2007	艾凯特托尼克（Arquitectonica）建筑事务所	远东机构金岭发展私人有限公司（Golden Development Pte. Ltd.）/远东乌节有限公司（Far East Orchard Limited）
18	里岭	武吉知马路上段 880 号（880 Upper Buikt Timah Road）	221	无数据	2006	丹下健三设计研究所（Kenzo Tange Associates）	创意投资私人有限公司（Creative Investments Pte. Ltd.），安国控股有限公司（Amara Holdings Ltd.）的子公司

第三个趋势是，在2009年房价暴涨后，“鞋盒”公寓如雨后春笋般不断涌现。“鞋盒”公寓大多是指总楼面面积小于50平方米（约538平方英尺）的公寓单位。政府曾预测“鞋盒”公寓单位的数量将从2012年的2 400个单位急增至2015年的11 000个单位。[注]为了遏制“鞋盒”公寓单位扩张到中心区域以外的地区，市区重建局迅速做出反应，在2012年11月4日限制单位的平均楼面面积不能小于70平方米。[注]

外国开发商

外国开发商参与新加坡私人住宅市场的时间最早可以追溯到20世纪70年代。日本开发商是最早来到新加坡进行房地产开发的外国企业之一。成立于1966年的工商发展私人有限公司（Trade and Industrial Development Private Limited）是三井不动产（Mitsui Fudosan）和丰隆集团的合营企业。该合营企业在新加坡开发了多个住宅项目，例如爱美丽园（Parc Emily）、特里沃斯（the Trevose）和良木园（Goodwood Gardens）。日本最大的住宅开发商——积水置业（Sekisui Houses）——也和本地开发商，如远东机构和星狮地产有限公司，在新加坡设立合营企业来参与数个开发项目，例如位于淡滨尼的秋林园（QBay Residences）、位于榜鹅的水之都（Watertown）及位于勿洛南（Bedok South）的eCO。

中国香港的开发商在20世纪90年代进入新加坡房地产市场。1988

年，11位以曹文锦为首的中国香港知名房地产大亨（包括郑裕彤博士、李兆基博士、李嘉诚博士、邵逸夫爵士、周文轩博士、周忠继先生、李达三博士、乔治·Y. V·金（George Y. V. King）先生、罗伯特·W. H·王（Robert W. H. Wang）先生和安东尼·Y. C·叶（Anthony Y. C. Yeh）先生组成的联营企业——新达开发有限公司，通过市区重建局购得土地，并在1997年建成新达城。中国香港的长江实业和香港置地与本地开发商吉宝置业合作开发了两项商业开发项目——在2006年竣工的来福士码头一号和2012年竣工的滨海湾金融中心。李嘉诚先生的私人公司——太平洋企业发展（Pacific Enterprise Development）也在新加坡开发私人公寓项目，例如彤轩（Thomson 800）和旭日湾（Costa del Sol）。旭日湾于2004年的市场低迷期竣工，在此公寓的销售议案中，人们试用了两项别具创意的销售方案：房价升值保证计划及租金保证计划（见案例3.3）。

印度尼西亚和马来西亚大规模的企业集团从21世纪初开始进入新加坡房地产市场。2010年，印度尼西亚的力宝集团（Lippo）收购了华联企业有限公司（OUE）的多数股权。[注]华联企业有限公司拥有来福士坊一号（One Raffles Place）、华联海湾大厦（OUEBayfront）、华联企业大楼（OUE Tower）及华联廊桥（OUE Link）等多处优质商业地产项目。力宝集团还收购了位于珊顿道的星展银行前总部大楼，并进行大规模的整修，将原来的双塔楼改造成综合式建筑物，即华联城（OUE Downtown）。马来西亚的杨忠礼（YTL Group）通过整体出售购买了良园（Westwood Apartments），并收购了升禧环球房地产投资信托基金（Starthill Global REIT）。该信托基金持有义安城（Ngee Ann City）和威士玛广场（Wisma Atria）两项位于乌节路的优质商铺。在新加坡房地产市场较为活跃的其他马来西亚开发商包括实达集团 [SP Setia Group，开发项目包括伍兹维尔18号（18 Woodsville）和生态保护区（Eco Sanctuary）]、海峡双威集团（Hoi Hup Sunway Group）（在新加坡开发大量住宅项目）及凯业集团 [开发项目包括与城市发展合作开发的风华南岸、御品居（the Trilinq）城市景观（Citiscape）等项目]。

案例3.3 房地产项目融资的创新

案例内容：

1994年，市区重建局计划复兴武吉知马和山景地区，并将一些永久地契工业用地重新规划为住宅用地。1994年8月，乌节广场酒店控股有限公司和永泰地产按40%：60%的股权比例设立了一家联营企业，以购买位于武吉知马路一幅面积为373 277平方英尺的永久地契工业地块。武吉知马路是新加坡的高级住宅区。该联营企业以2.18亿新元或每平方英尺584新元的价格买下了那幅地块。[注]该永久地契地块当时为天华印务（Tien Wah Press）所有，租期截止到1997年3月。乌节广场酒店和永泰地产联营企业计划在那幅容积率被提高至2.07的地块上建设一个拥有467个住宅单位的公寓项目——碧利斯公寓（Blissville Condominium）。

1997年11月，乌节广场酒店控股有限公司通过其附属公司乌节广场酒店奥利安有限公司（OPH Orion Ltd.）发行了9 300万新元的中期抵押债券，票面年利率为6%。[注]1998年，乌节广场酒店控股有限公司计划动用所筹集到的资金中的一部分来赎回该公司5 150万新元的未清偿债券，剩余资金则用于资助碧利斯公寓项目的建设。[注]本次发行的中期债券共有3层信用升级，其中包括母公司乌节广场酒店控股有限公司提供的担保、乌节广场酒店控股有限公司在该地块中60%的所有权作为抵押，及由百腾置地承销的认沽期权。本次发行的中期债券的结构设计是由东方汇理银行（Credit Agricole Indosuez）负责的，预计到期收益率为7%。

百腾置地所承销的认沽期权是开发商在市场萧条时对其债权进行信用增级的一种金融创新工具。该认沽期权的抵押品价值达到9 000万新元，期权行使价为碧利斯公寓项目价值的50%，这等于乌节广场酒店控股有限公司在碧利斯公寓项中持有的60%的股权。[注]只有在项目价值跌幅超过50%时，该认沽期权才会被行使。就此，百腾置地获取了一笔未经披露的佣金，以作为承担项目下行风险的回

报。[注]发生违约事件时，债权持有人取回相当于债券面值的金额的权益被保护，并且通过行使认沽期权，百腾置地则需要以不少于9 000万新元的面值回购债券，或者收回乌节广场酒店控股有限公司在项目中持有的股权。[注]

案例内容：

李嘉诚先生的长江实业在新加坡所开发的公寓住宅项目彤轩公寓是它首度进军新加坡住宅市场的首个开发项目。李先生通过他全资拥有的本地地产公司太平洋企业发展在碧湾路开发其第二个公寓项目——旭日湾公寓。该项目坐落于东海岸公园正对面。

该项目的土地为租赁地契，项目是由7栋30层楼高的高层住宅楼组成的，公寓单位类型包括两房式到四房式单位，单位的总楼面面积从950平方英尺到1 800平方英尺不等。另外，公寓单位类型还包括23套总楼面面积介于2 800平方英尺到3 500平方英尺之间的顶层公寓单位。该项目在2000年5月以每平方米8 234新元（每平方英尺765新元）的均价试售。[注]

第二期的开发项目于2002年3月22日推出，太平洋企业发展以每平方米8 328新元（每平方英尺783新元）的均价发售50个新的单位，[注]同时还为潜在购房者或投资者提供房价增值保证期权，让他们有机会发掘此项目的升值潜力。[注][注]这个期权属于一种远期合约；[注]太平洋企业发展向此项目的购房者做出承诺，保证此项目在一定期限内将至少增值10%。如果在约定期限内项目价格未能达到按2002年原价计算的10%增长，太平洋企业发展则须向购买者补齐差额，即原价和2003年12月30日该期权到期时所得估价的差价。[注]除此之外，太平洋企业发展向此项目的潜在买家推出了另一项租赁保证的远期合约。在这项远期合约下，太平洋企业发展提供两年至少5%租金收益的保证。购房者只能选择房价增值保证期权或租赁保证期权其中一项。

根据房地产资讯系统数据库发布的交易信息，旭日湾公寓的平均销售价格为每平方米9 242新元（每平方英尺859新元）（见图

3.6）。这一价格要比怡景苑（Sanctuary Green，每平方米6 256新元，每平方英尺581新元）和海涛苑（Water Place，每平方米7 096新元，每平方英尺659新元）的平均售价分别高出32.3%和34.3%。图3.6表明旭日湾公寓单位的平均售价大幅上涨，它的平均售价在2003年第四季度期权结束时与怡景苑和海涛苑的价格差扩大到47.2%和52.6%。旭日湾公寓房价在两年内的简单平均增长率估计是12.56%，这超过了房价增值期权中所规定的10%的价格增长。根据交易数据显示，那些期权很可能未被行使且已失效。

中国的开发商在2009年新加坡住宅市场房价大涨之后才开始进入新加坡房地产市场。注中国的开发商，例如钱江集团（Qianjiang Group）、鑫丰地产（Kingsford Development）、中国京冶（MCC Land）等通过市区重建局的土地出售项目注投标，购买住宅用地。一些新的战略联盟也开始建立起来，例如中国万科和吉宝置业合资开发位于丹那美拉的公寓项目——林曦阁（The Glades）。

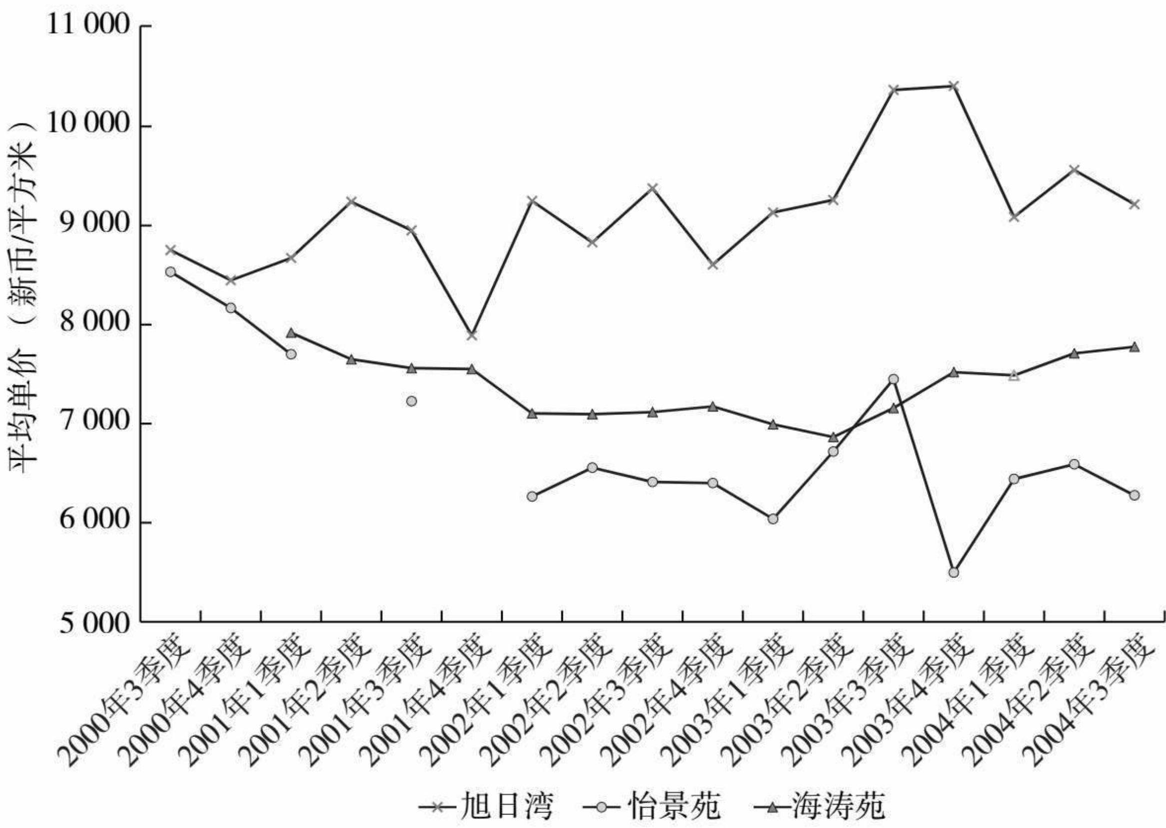


图3.6 3个项目的新住宅单位平均价格（每平方米）

资料来源：新加坡市区重建局房地产资讯系统。

2010年5月，新加坡和马来西亚政府签署了一项标志性的土地互换协议。这项于2011年6月28日签署的协议终止了马来西亚铁路公司（KTM）在新加坡的铁路服务，并为将丹戎巴葛火车站迁移至兀兰火车站和关卡附近的一块地段铺平了道路。马来西亚铁路公司在丹戎巴葛、克兰芝（Kranji）、武吉知马和兀兰的火车站和铁道等的土地归还新加坡。作为土地交换，新加坡政府将位于滨海湾南的4幅地块（2.62公顷）和奥非-梧槽的两幅地块（2.67公顷）授予两国为开发土地而设立的马新私人有限公司。马新私人有限公司是新加坡淡马锡集团和马来西亚主权财富基金国库控股按40∶60股权比例摊分的合营企业。马新私人有限公司在2013年开始展开两项综合式建筑开发项目，它们分别是位于武吉士路（Bugis Road）/奥非路地区的双景坊（DUO）及位于滨海湾中心区的滨海盛景豪苑。在2017年竣工时，双景坊包含双景岭（一栋拥有660个单位、49层楼高的住宅楼宇）、双景城办公楼（DUO Tower，一栋39层楼高的商业与酒店综合项目）及含地下停车场的独特零售中心双景街廊（DUO Galleria）。滨海盛景（Marina One）包含两栋30层楼高的办公楼——滨海盛景东座和滨海盛景西座大厦，及两栋拥有1 042个单位、34层楼高的住宅楼宇——滨海盛景豪苑。

供开发用的土地供应

政府土地出售

在新加坡这样一个土地稀缺的岛国，超过3/4的可开发土地为国有土地，并由新加坡土地管理局管理。政府利用土地出售计划来刺激稳定

市场的经济增长，它通过供应新的商业用地来应对因新加坡经济活动而生的需求。政府通过激烈的竞标过程将国有土地出售给私人开发商，来建设私人住房单位和商用空间。市区重建局和建屋发展局是负责土地出售计划的两个主要政府机构。

在新加坡，首价密封投标拍卖是土地出售计划广泛采用的投标方式。除此之外，在一些案例中也采用了一些创新型的土地投标系统，其中包括在滨海湾商业金融中心地块采用的土地期权投标方式（见案例3.4），及两层考虑投标制度。独具创意的两层考虑投标制度可采用概念性提案和投标价或者定价投标邀请书的投标形式，这些投标方式用于一些指定的战略地区，以鼓励开发商未来在这些地段上建设建筑物时可将高质量的建筑设计和独特的商业概念融入该建筑。自2005年起，共有4幅国有土地通过两层考虑投标制度（概念性提案和投标价）出售。这几块地段包括城市娱乐中心地块 [前爱露玛（Iluma）商城，在被凯德商用新加坡信托收购后更名为武吉士+（Bugis+）]、哥烈码头地块（Collyer Quay，富尔顿遗址）、美芝路地块（美芝南）及史丹佛路 /桥北路的首都（Capitol）地块。㊟定价投标邀请书的投标形式则分别于2005年和2006年被用于出售位于滨海湾和圣淘沙的这两个综合度假村项目。

案例3.4 土地拍卖的创新：滨海湾国际商业金融中心

案例内容：2005年7月，市区重建局通过政府的土地出售计划在滨海南出售一块用以建设滨海湾金融中心的白色地段。这块3.55公顷的土地通过1.8公顷的地下通道与来福士坊地铁换乘站相连。这个地下空间可以发展成设有餐厅、商店和其他商业设施的地下商场。一旦建成，该项目将拥有共438 000平方米的商用空间。

在2004年5月27日推出的滨海湾金融中心土地招标中，市区重建局首次引入一种新型的期权式投标方案。这个新的投标方案为中标公司提供了能进行多阶段开发的灵活性。在投标阶段，每位投标人

得提交不对外公开的标价，但不同于以往的是，此标价是按每单位建筑面积地价提交的，而非按一次性的土地总标价。投标人需表明初期开发阶段的建筑总面积，且该面积不得少于10万平方米。在开发的第二阶段中，投标人需在3种期权式方案中选择一种，表3.3为3种期权式方案。

表3.3 滨海商业金融中心地段的期权式投标方案

期权方案	期权期限（年）	期权费用（%）
1	6	6
2	8	8
3	10	10

注：期权期限是指从开发商成功标得土地开始，到期权到期为止。

从开发商标得土地开始，中标人需按照供第二期开发用的土地的中标价，缴纳介于6%~ 10%的土地价格的期权费用。这个期权给予中标人在第二期开发阶段开始前，以约定价格在未来6~10年内购买土地的权利。如果中标人选择在接下来的开发阶段中不行使期权，或期权失效，两者以较迟者为准，则期权费用不予退还。期权费用不是保证金。期权费用中的一部分构成3%的土地价格，并且可以在后续阶段用于支付地价。每期开发项目的最高竣工期限以8年为上线，因此理论上，倘若该开发商选择10年的期权方案，项目的竣工期限可以达到18年。

滨海商业金融中心地块在2005年7月14日出售给由香港置地、长江实业、和记黄埔有限公司及吉宝置业组成的联营企业，这个企业以每平方米4 101新元的价格标得这块土地，是所有投标人中出价最高的。第一阶段的开发项目计划建设面积为244 000平方米（相当于总建筑楼面面积438 000平方米的56%）的建筑物，其中包括180 000平方米的办公空间，55 000平方米的住宅空间和9 000平方米的零售空间。该联营企业还对面积为194 000平方米的剩余地段选择了为期8年的期权（期权方案2）以进行第二阶段开发。2007年2月16日，该

联营企业行使期权并以8.838亿新元的总价购买用于第二期开发的土地，(注)此幅地块的建筑楼面面积为194 000平方米。该项目完成后，滨海湾金融中心的总楼面面积将达到438 000平方米，这包括了3座拥有近300 000平方米A级办公空间的办公大楼，两座拥有649套豪华公寓的住宅楼宇，及176 000平方英尺的零售空间。

图3.7按照招标批出日期整理出由市区重建局和建屋发展局每年所出售的土地的累计数量。那些由市区重建局和建屋发展局通过土地出售计划而售出的土地数据也被整理划入图表中。所出售的住宅用地只包括非有地住宅用地，这些土地是用以建设共管公寓和普通公寓的。标记在图中的商业用地包括白色地段和商业用地，这些土地能用来建设办公楼、商务楼和多用途写字楼。

政府也利用土地出售计划作为土地供应方面的有效工具，以调节蓬勃市场中过热的房价。政府在1994—1997年和2009—2014年的住宅房价暴涨期间增加了国有土地的供给，目的是减轻私人住房市场供求不平衡的问题。市区重建局和建屋发展局在这两个时期分别出售了66和97块住宅用地。按建筑物每平方米的占地面积来计算，在1994—1997年间总共可以建设263万平方米的住宅，而在2009—2014年间总共可建设461万平方米的住宅。假设一套住宅的平均面积为110平方米，在1994—1997年间出售的土地可用来建设23 884个住宅单位，而在2009—2014年间出售的土地可用来建设41 941个住宅单位。这种规模的土地供给极大地缓解了在这两段房价高涨期非有地住宅的供给紧缩危机。

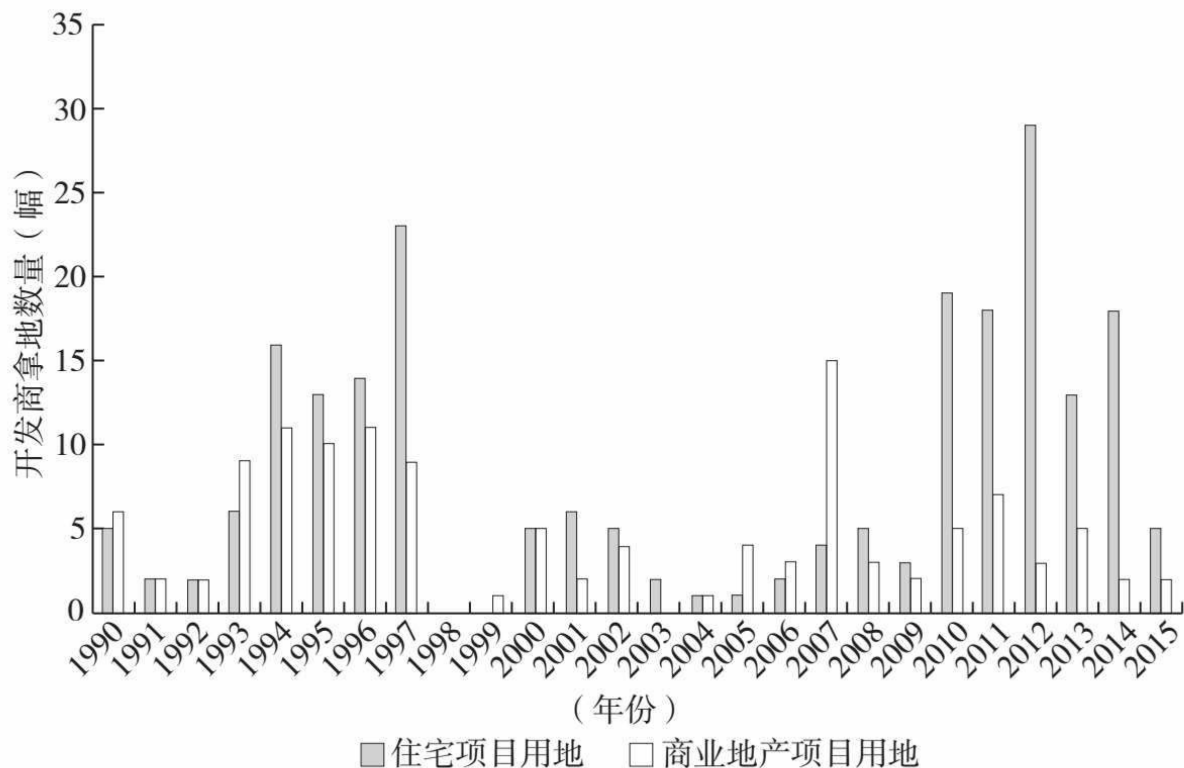


图3.7 政府土地出让

资料来源：市区重建局和建屋发展局。

政府也可以通过暂缓出售国有土地，暂时停止土地供应，以控制在私人住宅市场疲弱时的超额房屋供应。为了能够更加灵活地实现市场的供需平衡，2001年政府引入“备售名单”（reserve list）系统。如若开发商向政府提交的约售价接近政府所设的保留价，它们可从备售名单中勾出这些地段来投标。

整体出售

开发指导规划是市区重建局实现1991年概念规划的主要规划工具。针对55个规划分区所制订的开发指导规划在1993—1998年之间完成，并在1999年1月22日被纳入新加坡新的总体规划。许多开发指导规划分区的土地使用强度都被调高，这大大提高了许多较旧住宅的发展潜力。这

些规划构思再加上原有建筑因年久失修而逐渐贬值，推动了建筑物的整体出售。舒适豪宅（Cosy Mansion）的出售是1994年第一个整体出售项目，樟宜岭（Changi Heights）紧随其后，也在同年进行整体出售。1995—2013年间，整体出售的交易量达到491次，估计交易金额达到315亿新币（见图3.8）。整体出售活动在2006年和2007年最为活跃。整体出售是城市重建的重要环节，并且也是开发商用来购入土地以建设私人住宅项目的另一个购地渠道。

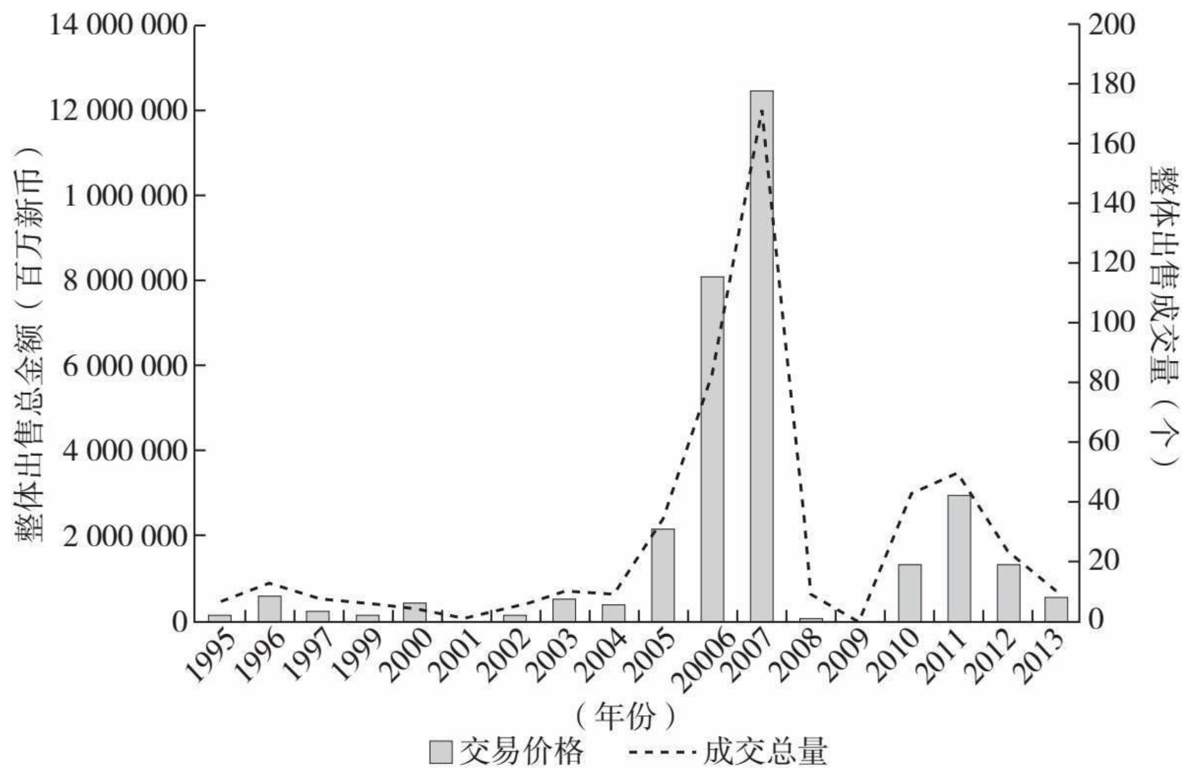


图3.8 整体出售

资料来源：市区重建局。

整体出售是本地住宅市场独特的现象。在整体出售中，分契式住宅或毗连的有地住宅的业主联合出售他们的住宅地产（见案例3.5）。若该地块再开发潜力的价值大于土地与实体装修的价值之和，业主往往能够享有巨大的额外收益。

案例3.5 新加坡土地整体出售流程

业主、开发商和房地产中介在一个典型的整体出售项目中是主要参与者。整体出售通常是由一组拥有出售意向的业主发起的，他们通常都是因为想要获得该住房楼宇所带来的额外收益才发起整体出售的。然而，由开发商主动与业主代表发起谈判的情况也是存在的。

根据1985年的《土地业权（分层）法》[Land Titles（Strata）Act]第158章及1987年的《土地业权（分层）（修正案）法》[Land Titles（Strata）（Amendment）Act]，注整体出售需要经得该分层分契地产的全部业主的同意才能进行。只要有一名业主不同意出售，此交易就会被中止。这一规定导致了严重的问题：少数业主会以拒绝合作为威胁以攫取高额收益。因此，这项法案在1999年被修正，随后在2007年和2010年又被修正两次，修正后的法案规定整体出售不再需要全部业主的同意，它只需大多数业主同意即可施行。注

整体出售的过程始于整体出售委员会的成立。该委员会一共有3~14位成员，而委员会的成员须通过管理委员会年度大会的选举。委员会组建后将委任一个专业团队提供有关程序事宜的建议，专业团队的成员包括市场代理商、房地产顾问和法律顾问。管理委员会将向独立的估价师取得估值报告，作为合理的底价以供参考。管理委员会也将利用专业团队中市场代理商和法律顾问所提供的专业意见来摊分出售所得收益、决定是否回购该地块上新建成的住宅单位、安置现有住户、规划许可、估测开发增值税注及探讨整体出售的其他条款和条件。下一个重要的步骤就是在12个月之内取得大多数业主对于整体出售的同意。一旦失败，委员会将解散。委员会将根据市场代理商所提供的建议来决定整体出售是否该采用投标方式、拍卖方式或者私人协约方式，然后与潜在买方协商售价和出售条款，最后与买家达成附带条件的买卖协议。

委员会接着会代表同意整体出售的大多数业主向分层地契局提交申请以确认整体出售的建议。委员会须向所有业主、承押人、承押记人和其他拥有该物业单位的业权或权益的人以挂号邮寄方式发出申请通知书。反对整体出售的少数业主可在整体出售申请日期的21日内向分层地契局提交申请并陈述反对理由。分层地契局会在收到申请后的4~6个月内做出决定。如果申请获批准，该物业的所有单位和土地都会被整体售出。

整体出售所得收益的摊分是可以使一项整体出售交易失败的重要因素。所得收益可以根据建筑总面积、业权份数或者各单位的独立估值来摊分。业主有时会利用例如单位经翻新整修或单位可享有美丽景致等种种理由来进行收益摊分谈判。从协商到空置管有权的转交，整体出售的过程可能需要好几个月甚至好几年方能完成。在樟宜岭的整体出售中，58位业主由于延误获取再开发该地块的开发大纲许可证，他们等了9个月的时间才收到最后一期的付款额。

于1999年10月11日起生效的《土地业权（分层）（修正案）法》的修正法令撤销整体出售业权交易须获得所有业主一致同意的规定，因为这一规定可能导致诸多耽误整栋出售过程的问题。在修正法令中，整体出售交易只需获得多数业主同意即可。对于房龄小于10年的房屋，多数业主最少必须持有总业权份数价值的90%；对于房龄大于10年的房屋，多数业主最少必须持有总业权份数价值的80%。该法案又在2007年和2010年进行了两次修正，以确保整体出售过程对支持和反对整体出售的业主的公平性和透明性。2007年的修正案规定，除了须获得多数业主的同意之外（按总业权份数、土地份数或名义总价值份数），多数业主还须最少占有分层式建筑内所有单位总面积的指定百分比。对于房龄小于10年和大于10年的房屋，多数业主须分别占有所有单位总面积的90%和80%才可以让该整体出售获得分层屋契委员会的批准。

商业地产市场

新加坡是一个主要依赖制造业和服务业来带动经济发展的经济体。截至2015年第一季度，新加坡59.36%的GDP（按市场价格计算）是由制造业（16.34%）、批发零售交易（15.26%）、商业服务（15.23%）及金融保险（12.53%）所产出的商品与服务构成的。这4个主要的经济活动为商业地产创造了大量的需求。私人开发商是办公楼、零售商业、酒店及工业用地等商业地产的主要供应者。政府机构如裕廊集团和建屋发展局为工业用户提供工业用地并为他们量身定制厂房。[注]根据2015年第一季度市场上现有的商业地产存量，私人厂房、办公楼和商铺占总市场现有商业地产份额的比例分别为85.1%、83.0 %和69.8%。

商业地产市场存在着激烈的竞争，私人开发商在该市场中参与了一系列的开发活动，从土地的购入、建筑物的设计与建设、融资到租赁等开发活动。商业地产开发商在建设完成后采取了自持或出售的发展战略。办公楼和购物商场等优质商业地产通常都是由开发商长期持有作收租之用的。开发商也可选择通过整体出售方式或者分契式出售方式来售出商业地产以“退出”地产的经营。在分契式出售中，私人投资者将拥有分间商铺单位，及土地的联名拥有权。[注]2002年7月REITs出现后，许多开发商开始设立REITs，然后将它们那些投资级别的商业地产出售给附属的REITs。

目前，市区重建局以交易为基础的私人商业地产指数是根据分契式商业地产的交易信息计算的。[注]市区重建局自1975年开始对外公布了办公楼、商店和工业地产这3种地产的价格指数。[注]图3.9展示了办公楼、商铺和多用户厂房从1975年第一季度到2015年第一季度市区重建局房地产价格指数的历史趋势。

虽然短期波动有差异，但长期来看这3个市场的波动较为一致。新加坡商业地产市场在1981年、1996年和2007年出现过3次高峰期。良好

的经济前景，包括强劲的经济增长、大量流入的投资和低利率，带来了20世纪90年代中期极为活跃的商业地产市场。从1993年第二季度到1996年第三季度这3年多的时间里，工业、商铺和办公领域的市区重建局房地产价格指数分别增加了96.3%、47.8%和88.6%。然而1997年亚洲金融危机导致了商业地产市场在1999年陷入衰退。在这之后，市场在2000年和2008年经历了两次短暂的繁荣期。美国的次贷危机遏制了商业地产价格在2008年的上涨趋势。然而在2009年，所有领域的地产市场强力反弹。其中，工业领域的增长最为强劲，工业地产价格指数在2011年超越了办公室和商店的价格指数。

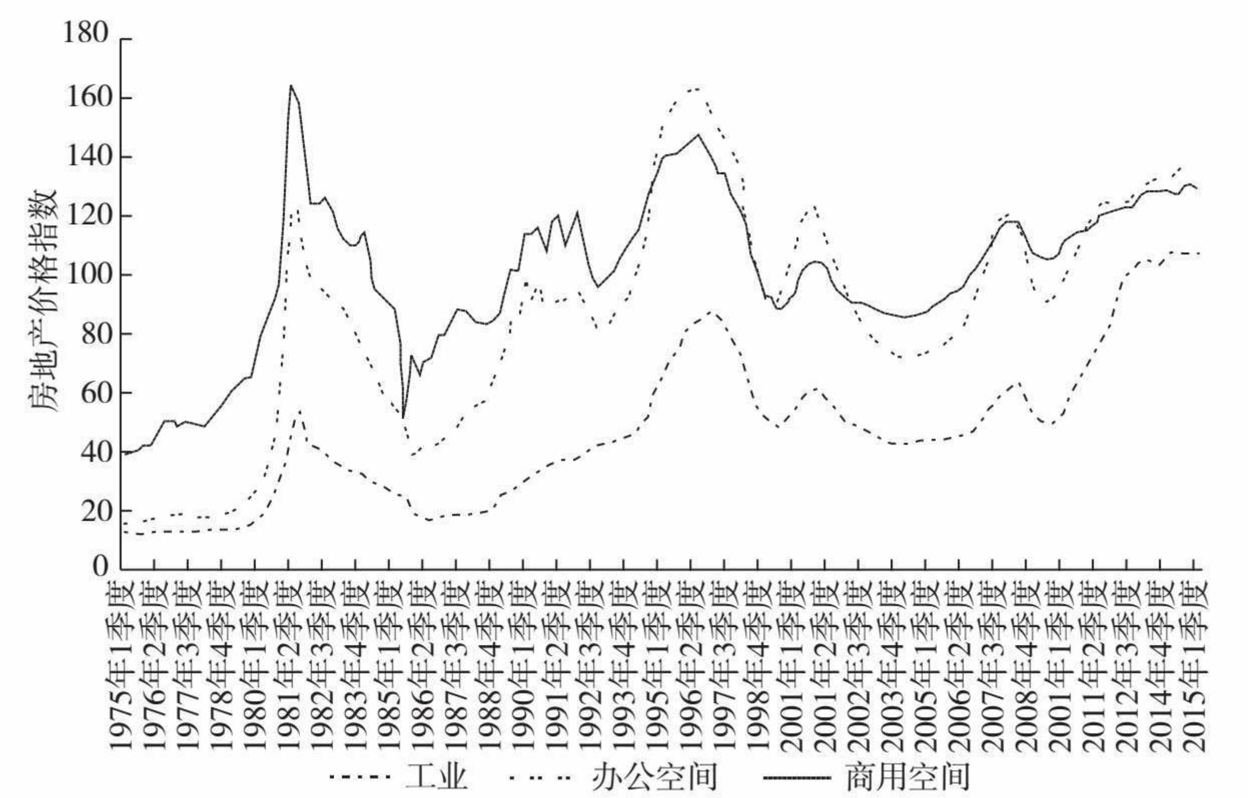


图3.9 私人商业房地产的价格指数

资料来源：新加坡市区重建局房地产资讯系统。

把中央商务区办公空间改造成豪华公寓

新加坡政府预计商业中心在未来将会面临扩张，他们自20世纪七八十年代起就在滨海湾地区进行填海造地。在滨海湾地区，经填海造出的优质地块的面积达到360公顷，这些地块与来福士坊现有的商业中心无缝衔接。与来福士坊的商业中心不同，滨海湾地区不仅是全球商务和金融机构的枢纽，它还展示了一套着重于生活、工作、娱乐的可持续发展模式，同时将高质量的住房、休闲和娱乐设施融入其中。现有的商业中心向滨海湾地区的延伸将会推动新加坡成为一个繁荣和朝气蓬勃的世界级城市。

滨海湾地区的发展从市区重建局通过土地出售项目出售国有土地开始。该地区的首块土地在2001年3月售给由长江实业、香港置地和吉宝置业组成的联营企业。该块地段用于建设来福士码头一号，而这栋建筑物是由50层楼高的南座楼和29层楼高的北座楼构成的。与这幅地块相邻的另一幅地块在2002年通过土地出售项目的另一场土地招标中出售给城市发展和美国国际集团置业（AIG）组成的联营企业（见表3.4）。这幅地块被发展成了新加坡当时最高的豪华公寓，它同时也是该地区的首个住宅项目——滨海舫，此开发项目旨在提供给人们市中心的生活体验。该联营企业将位于滨海湾的白色地段发展成住宅地产的这一项决定被业界视为一项大胆的举措。

表3.4 滨海湾早期白色地段出售详情

	地块1	地块2
中标人	林荫大道发展私人有限公司（Boulevard Development Pte. Ltd.）、科米娜投资有限公司（Comina Investment Limited）和弗莱德私人有限公司（Freylnd Pte. Ltd.）	格伦盖瑞私人有限公司（Glengary Pte. Ltd.）
联营企业	长江实业、香港置地、吉宝置业	城市发展、美国国际集团置业
土地面积	11 367 平方米	9 091 平方米
总容积率	13	13
许可总楼面面积	147 770 平方米	118 182 平方米
成交日期	2001 年 3 月 16 日	2002 年 5 月 14 日
投标价	461 816 800 新元	288 900 000 新元
每平方米成交价	3 125 新元	2 445 新元
项目名称	来福士码头一号	滨海舫
项目类型	办公楼	住宅/零售
项目开工日期	—	2005 年
项目竣工日期	2007 年	滨海湾：2008 年 中央公园：2009 年

资料来源：整理自新闻报道。

城市发展和美国国际集团置业的联营项目的成功催生出一系列将珊顿道和丹戎巴葛地区老旧办公楼改造成豪华公寓的项目。其中一些改造项目包括珊顿·云尚 [前身为联合工业公司珊顿（UIC Shenton）]、伊恩珊顿 [Eon Shenton，前身为海通大厦（Marina House）]，及珊顿道76号（76 Shenton Way）和珊顿一号（One Shenton）的改造。由于越来越多位于商业中心的办公楼被改造成住宅，2007年期间办公楼的需求回升导致了办公场所市场的紧缩危机，这次的危机对于位于中区的办公场所尤其显著。许多企业因办公楼改建而被迫搬出，并在商业中心寻找另一个

办公场所时遇到了困难。2007年5月21日，市区重建局发布通告，政府将在2009年12月31日之前暂时禁止办公楼的改建，目的是避免中区办公空间的库存枯竭。注

2005年7月，市区重建局在滨海林荫道和中央林荫道地区推行出售一幅3.5公顷的大幅地块，该地块被指定用于建设滨海湾商务金融中心。这幅地块拥有1.8公顷的地下层空间，此地下层空间包含与滨海步道、来福士坊地铁站和市中心地铁站连接的零售空间。这块土地的出售采用了新式的土地期权投标系统（见案例3.4）。

目前滨海湾地区最新的开发项目是由马新私人有限公司开发的滨海盛景豪苑项目，它在2017年竣工后将与其他主要的开发项目（来福士码头一号、滨海舫、滨海林荫道一号、亚洲广场）共同组成有利的群聚效应，为滨海湾吸引大量的商务活动。

购物商场的发展

新加坡的零售业态在过去50年经历了非常大的变化。注由于新加坡现代史开始于新加坡河口的商业活动，早期的零售商业主要聚集在中区周边的来福士坊及邻近地区。包括谐街（High Street）、牛车水（Chinatown）、密驼路、实龙岗路、阿拉伯街（Arab Street）和芽笼（Geylang）在内的多个次中心在20世纪50年代都曾是主要的零售中心。乌节路在20世纪50年代后期被发展成重要的商业区，并和来福士坊、谐街一起，主要为国际客户群提供零售设施。一些次中心也专为各种族群体服务，例如主要服务华裔群体的牛车水、主要服务印度裔群体的实龙岗路、主要服务马来裔群体的芽笼士乃（Geylang Serai）及主要服务印裔和马来裔群体的阿拉伯街。除此之外，还有许多边远的社区服务中心设在主要的交通干线旁，其中包括武吉知马路旁和武吉班让路

（Bukit Panjang Road）旁的商店聚集区（在来自马来西亚半岛的购物人群中很受欢迎）、樟宜村（Changi Village）、实里达路（Selatar Road）、义顺（Nee Soon）和荷兰村（Holland Village，它的存在主要因为靠近英国军事基地）。

20世纪60年代以后，由新加坡建屋发展局带头推动的公共住房项目迅速发展，促使许多拥有社区服务中心并且能够自给自足的新镇不断崛起。这些新镇为公共住房区的居民提供基本的购物设施与设备，例如超市、餐厅、银行和便利商品。这些建屋发展局街区和社区服务中心与位于中区的区域和国家中心相辅相成。20世纪七八十年代，市区重建的活动由市区重建局以迅速的步伐系统化地展开，而市区重建局是于1974年从建屋发展局的市区改建部独立出来的。通过市区重建项目，许多小型地块被征收并被合并为更大的地块，这些地块通过招标方式被出售给私人开发商。中央区许多商店和老旧的建筑物都被拆除，以便腾出土地用于建设规划中的购物中心和现代化的高楼大厦。

市区重建局利用政府的土地出售系统来吸引私人开发商积极地参与中区零售设施的现代化进程。规划中的购物中心凭借它能在一栋独立的建筑物里全面提供一站式购物的便利这个特点，在20世纪70年代开始广为流行。新加坡的购物中心具有4个不同的发展阶段。新加坡首座建设在通过土地出售系统所标得的土地之上的购物中心是于1969年建成的珍珠坊。槟城路（Penang Road）的首邦行（Supreme House）也在同年建成 [现改建为柏利广场（Park Mall）]，它是位于乌节路的首座购物中心。在1969—1975年购物中心发展的第一阶段中，共有22座购物中心建设完成。其中有几座配备了空调系统的一站式购物中心建设于乌节路地区 [包括东陵购物中心（Tanglin Shopping Centre）、乌节（The Orchard）、专家中心（Specialist Centre）、邵氏大厦（Shaw Centre）、狮城大厦（Plaza Singapura）、远东购物中心、豪杰大厦（Orchard Towers）、幸运购物中心等]。另外，许多购物中心也建设于牛车水地区 [如珍珠大厦（People’s Park Centre）、珠光大厦（Pearl Centre）和珍珠坊购物中心等]、谐街地区 [如柏龄购物中心（Peninsula

Shopping Centre）、水仙大厦（Colombo Court）、谐街大厦（High Street Shopping Centre）、柏龄大厦（Peninsula Plaza）等]、实利基-实龙岗地区 [如实利基广场（Selegie Complex）、建安大厦（Peace Centre）、百灵商业中心（Parklane Shopping Mall）和总统大厦（the President Shopping Centre）]及美芝路地区 [如黄金坊购物中心、黄金大厦和布业中心（Textile Centre）]。也有很多购物中心在非市中心地区建设，如荷兰路购物中心（Holland Road Shopping Centre，1971年）、加东购物中心（Katong Shopping Centre，1971年）及女皇道购物中心（Queensway Shopping Centre，1975年）。

在1975—1983年购物中心发展的第二阶段中，共有29座购物中心建设完成，其中超过一半的购物中心坐落于乌节路地区。结合了购物中心、酒店、办公场所和娱乐设施等的最为全面的两个开发项目——来福士坊和滨海广场在这段时间内建设完成。郊区购物中心也在这段时间建成，例如百汇广场（Parkway Parade）和金岭商场 [Goldhill Square，现为大华广场（United Square）]。在20世纪90年代购物中心发展的第三阶段中，伴随着新加坡地铁线的开通及按1991年概念规划中所倡导的分散化发展战略，许多新兴郊区与区域性购物中心都建设在地铁站周边（见表3.5）。㊟另外还有新达城（1997年）、义安城（1993年）等几座拥有超过100万平方米零售空间的大型购物商场。

表3.5 20世纪90年代建成的规划中的购物中心

项目名称	净楼面面积（平方米）	竣工年份	开发商
北部地区：			
纳福坊（Northpoint Shopping Centre）	145 313	1993	先得坊产业有限公司（Centrepoint Properties Limited）/冷藏公司（Cold Storage Holdings）
福港坊（Hougang Point）	79 922	1997	协和控股（Hiap Hoe Holdings）

项目名称	净楼面面积（平方米）	竣工年份	开发商
北部地区：			
福港生活中心（Hougang Lifestyle Centre）	160 005	1996	职总安居
碧山第 8 站（Junction 8）	200 209	1993	新加坡科技工程有限公司（Singapore Technologies Industrial Corporation Pte. Ltd.）和亮阁控股（Liang Court Holdings）
长堤坊（Causeway Point）	441 320	1998	星狮地产
东部地区：			
世纪广场（Century Square）	200 000	1995	第一资本公司
淡滨尼广场（Tampines Mall）	312 153	1995	发展置地/佩纳斯国际（Pernas International）/职总安居
东福坊（East Point）	190 000	1996	远东机构
白沙购物中心（White Sands）	143 483	1996	华侨银行（白沙发展）
西部地区：			
银座广场（Ginza Plaza）	141 362	1992	远东机构
裕廊坊(Jurong Point)	349 999	1996	牙直利 GTS（Guthrie GTS）& 李金塔控股有限公司（Lee Kim Tah Holdings Limited）
第一乐广场（Lot 1）	220 003	1996	城市发展怡富物业私人有限公司（Isrich Property Pte. Ltd.）
威城（West Mall）	207 593	1997	联合工业公司和 RMA 置地（RMA Land）的阿尔普罗普私人有限公司（Alprop Pte. Ltd.）
武吉班让大厦（Bukit Panjang Plaza）	161 459	1998	贵族保龄球控股（Superbowl Holdings）
裕廊生活中心（Jurong Lifestyle Centre）	79 997	1996	职总安居/新加坡劳工基金（SLF）
中区：			
艾格坊购物商场(Anchorpoint)	70 999	1996	先得坊产业有限公司

资料来源：莱坊咨询与研究部（Knight Frank Consultancy & Research）。

21世纪初，零售REITs的出现给新加坡零售业态带来了显著的变化，购物中心进入了发展的第四阶段。REITs积极地在购物中心进行地产增值计划（Asset Enhancement Initiatives）以翻新整修该购物中心，提高租金收益和增加购物人流。按每月营业额订定的租金策略被越来越多的零售REITs所采用。REITs和私人机构基金现如今依然对郊区购物中心深感兴趣。因此，有好几座新的购物中心，例如JEM购物中心和西城购物中心（Westgate）都建设在裕廊地铁站和巴士换乘站附近。同重建后的裕冰坊（Jcube，前裕廊娱乐中心）和翻修后的IMM（国际商品批发中心）大厦一起，名为裕廊商业大道的零售场所是中区以外最大的零售商场集中区。乌节路地区的新建项目，其中包括爱雍·乌节（ION Orchard）、313索美塞（313 @ Somerset）、乌节中央城（Orchard Central）及·景观（·Scape），给乌节路这个新加坡最受欢迎的购物圈注入了新的活力。

结语

私人住宅市场实现了许多新加坡人的追求与梦想。他们很多都向往着从公共住房住进私人公寓，再住进有地住宅。这种住房阶梯的社会形式将会继续在新加坡这个世界住房拥有率最高的国家（公共住房居民中有90%的居民是房屋业主）发挥其在促进社会向上流动的作用。私人开发商和政府规划者之间的协作机制，促进了新加坡过去50年间的城市发展。在这一框架下，政府负责长期规划及各种基础设施的建设。政府的职责范围也涵盖了提供受津贴住房这一块，以保障住房可负担的能力。与此同时，政府也开放私人市场的活动，让私人开发商利用从股票和债券市场募集到的资本，去实现长期的城市蓝图计划。

展望未来，这一模式将会继续引领城市的未来发展，将这个岛国改造成一个可持续发展且宜居的城市，同时也成为其他城市效仿的对象。

随着海外开发商的涌入，私人住房市场将变得愈加拥挤，同时市场竞争也将愈加激烈。本地开发商已积极地放眼海外，以寻找新的发展机会。本地开发商需要妥善地管理可扩展性、多样化和地方性知识这3个要素并取得平衡，进而才能与规模更大、实力更强的海外开发商在国际市场上较量。事实上，与海外开发商合作及通过战略联盟跨域共享地方性知识更可能实现双赢的局面。

房地产资本在本地房地产市场发展的下一阶段中的重要性是不容小觑的。一方面，流入房地产市场的资金可提高市场的效率和透明度；另一方面，随着跨国资金的流向愈加不受限制，本地市场将更容易受到外部冲击。因此，适应新的变化、面对新的风险及进行产品生命周期的创新是本地开发商须培训的技能。

附录3.1：新加坡的主要开发商

凯德集团

凯德集团是亚洲最大的房地产公司之一，总部设在新加坡，并在新加坡上市。凯德集团凭借其雄厚的资产、先进的设计理念和开发技能、积极的资本管理策略、庞大的市场网络及卓越的运营管理能力，持续开发优质房地产产品与服务。该集团拥有多元化的全球性房地产业务，其中包括综合式建筑物、购物商场、服务公寓、办公楼和住宅。该集团的业务以新加坡和中国为核心市场，而以印度尼西亚、马来西亚和越南为新兴市场。此外，凯德集团也拥有亚洲最大的房地产基金管理业务之一。

凯德集团上市的REITs有：凯德商务产业信托（Capita Land Commercial Trust）、凯德商用新加坡信托、雅诗阁公寓信托、凯德商用中国信托和凯德商用大马信托（Capita Land Malaysia Mall Trust）。

城市发展

城市发展自1963年成立，是新加坡开发商中的领头羊。该公司在过去50年中不断发展并取得了很多成就。

如今，城市发展已在新加坡上市，并且是一家跨国集团公司，其业务涵盖房地产开发与投资、酒店投资管理、物业管理和提供整体膳宿解决方案。按照公司市值计算，该公司是新加坡最大的公司之一。另外，该公司的业务遍及全球的25个国家、88个地区。

城市发展拥有400多家子公司和关联企业，其中有5家在新西兰、中国香港、伦敦和菲律宾的交易所上市。除了酒店之外，该集团目前在亚洲、欧洲、中东、北美和大洋洲还拥有并经营优质的住宅和投资类地产组合。

城市发展目前已经在多个住宅市场中开发了超过36 000个高质量豪华住宅。作为新加坡物业存量最大的企业，该公司在新加坡及海外持有接近720万平方英尺可出售或可出租的写字楼、工业、零售、住宅和酒店物业。与其他的新加坡私人开发商相比，该集团拥有最大的土地储备量（接近270万平方英尺，可开发760万平方英尺物业空间）。

该集团业务的全球性拓展主要是由于它通过其伦敦上市的子公司——千禧国敦酒店（Millennium & Copthorne Hotels plc，简称M&C）——在酒店管理的多元化发展及对酒店物业的收购。作为全球最大的酒店管理和房地产发展企业，M&C在全球共持有、管理和运营超过110家酒店。同时，该集团在2006年成立了世界第一家酒店服务信托。城市发展的酒店服务信托目前在新加坡、澳大利亚、新西兰和马尔代夫均有酒店物业。该公司在中国的分支机构和全资附属公司——城市发展（中

国）有限公司已战略性地在中国主要的城市进行业务扩张。城市发展也在英国设立房地产投资平台，专注于收购大伦敦地区和伦敦中心区的房地产，以用于地产开发和投资。

作为一个具有社会责任感的企业，城市发展完全致力于环境管理，并且在过去20年中，在塑造新加坡的建筑环境方面始终处于领军地位。

城市发展在2007年被授予总统社会服务奖项和总统环境奖项，这证明了它在履行社会责任及可持续发展方面所做出的贡献。城市发展也是唯一一家在2009年和2011年分别荣获负责新加坡建筑环境的政府机构——新加坡建设局所颁的建筑环境领导奖和绿色建筑标志领导白金奖的开发商。

城市发展是第一家位列世界三大可持续发展指数榜单的新加坡公司：富时社会责任指数挂牌（自2002年起）、位居全球最具可持续性企业100强（自2010年起）和道琼斯可持续发展指数挂牌（自2011年起）。2016年，该企业也在全球最具可持续性企业100强中被列为最顶尖的地产公司。自2014年起，该企业在亚洲新闻台可持续发展排名中被评为亚洲区最佳开发商。

远东机构

远东机构是新加坡最大的私人房地产开发商。远东机构自1960年由已故黄廷方先生创立以来，已建设了超过780个包括住宅、酒店、零售商业、商用、医疗和工业地产在内的地产项目，它在新加坡城市景观的转变中做出了贡献。其建设的地产项目包括55 000套住宅单位，占新加坡私有住宅的1/6。此外，该公司不仅是新加坡最大的私宅土地业主，还是最大的酒店及服务公寓经营者。

远东机构拥有3家上市公司：远东乌节有限公司（酒店和地产集团）、远东酒店信托 [包括远东酒店地产信托（Far East Hospitality Real Estate Investment Trust）和远东酒店商业信托（Far East Hospitality

Business Trust）]及拥有115年历史且在东南亚食品饮料加工行业内处于领先地位的杨协成有限公司。

远东酒店是上市的远东乌节有限公司旗下的酒店管理分支，属中高端酒店，其资产组合包括横跨7个国家超过90家的酒店和服务公寓，共计14 000多间客房。

远东机构的商用房地产业务团队负责管理一个庞大且多元化的房地产投资组合，并以众多优质房地产项目，迎合各种商务与个人需求。远东机构的零售房地产业务团队则负责管理超过140万平方英尺的可出租零售空间，它们均分布在新加坡成熟地段和新兴地段的21个购物商场和零售中心内。远东机构的餐馆及连锁餐厅分支——厨房语言（Kitchen Language），则负责经营30家餐厅的13种餐饮概念。

远东机构秉持不断探求新增长途径的企业家精神，建立了一个持续扩大的房地产投资组合。该投资组合包含位于澳大利亚黄金地段的优质投资物业及开发用地。自2013年以来，在地产收购和合资企业中投资了20亿澳元[注]后，如今的远东机构在澳大利亚的酒店、住宅和商业地产市场中占有重要的地位。

作为一家奉有基督信仰的企业，远东机构在基督信仰价值观的指引下，致力于提升城市整体福利、支援有困难的人并且向邻居表示关爱。在新加坡政府社区 /活动设施计划的倡导下，远东机构将旗下一些建筑物中的特建空间捐赠给社会。这些捐赠的楼层位于克拉码头地铁站上层的克拉码头购物中心（Clarke Quay Central）、诺维娜专科中心（Novena Specialist Center）、SBF中心（SBF Center）、乌节中央城和十里广场（Junction 10）。

远东机构荣获11项由世界不动产联盟所颁发的世界不动产卓越建设奖，这彰显了远东机构在国际房地产领域中取得的非凡成就。

国浩房地产有限公司

国浩房地产有限公司是一家屡获殊荣的开发商。它的投资和地产运营业务遍布这个区域的主要市场，包括新加坡、中国、马来西亚和越南等。公司总部位于新加坡，并在新加坡交易所上市。国浩房地产有限公司隶属丰隆集团，该集团是拥有多元化业务且在市场占领先地位的跨国集团。

国浩房地产有限公司作为一家拥有超过20年开发经验的企业，它的开发项目都以卓越的质量和极强的设计感为特点。该公司所推出的开发项目，包括住宅项目、商业项目，甚至是综合项目，都是位于上好地段的高档物业。它们遍及各个市场，并受到了业界和普通大众的热烈追捧。

在新加坡，国浩房地产有限公司在过去的25年里已成功开发了33个住宅项目，累计超过9 000套公寓和住宅。国浩房地产有限公司以环境友好的获奖开发项目广受认可，其中，国浩的优景苑（Goodwood Residence）和苏菲雅居（Sophia Residence）两个住宅项目获得由新加坡建设局颁发的绿色建筑标志白金奖，该奖项是新加坡绿色建筑的最高荣誉。此外，位于丹戎巴葛中心的克莱蒙公馆（Clermont Residence）、丽墩苑（Leedon Residence）、位于东海岸的艾略特（Elliot）、石英（The Quartz）及水线（The Waterline）这几个住宅项目也获得了绿色建筑标志奖。另外，优景苑还在2014年被新加坡景观设计师协会新加坡景观设计大奖（Singapore Landscape Architecture Awards）赋予新加坡最佳景观建筑设计大奖。公司的商业地产项目同样也为环境可持续发展方面定下基准。位于丹戎巴葛中心的国浩大厦（Guoco Tower）荣获LEED（CS）铂金奖。LEED（CS）全名为绿色能源与环境设计先锋奖，是一项世界知名的绿色建筑认证标准。国浩大厦连同其酒店和零售建筑还获得了新加坡建设局授予的绿色建筑标志白金奖。

为了实现它想成为区域性首屈一指的房地产开发商的愿景，国浩房地产将会在成功的基础上迈进，继续倡导可持续性发展并建设万古流芳的优质地产。

吉宝置业有限公司

吉宝置业是吉宝集团旗下的房地产公司。吉宝集团是新加坡最大的跨国集团之一，它的核心业务包括岸外与海事、基础设施和房地产。

作为亚洲最优秀的房地产企业之一，吉宝置业因其优质获奖住宅项目和投资级商业地产，及高水准的企业治理和透明度而闻名。

公司业务遍布亚洲各地，目前以新加坡和中国为核心市场，并视越南和印度尼西亚为增长市场。公司的两项主要业务为房地产开发销售业务和房地产基金管理业务。

作为新加坡优秀的优质办公楼开发商，吉宝置业开发了多个具有代表性的建筑物，例如滨海湾金融中心、海洋金融中心及来福士码头一号，这些都为新加坡城市天际线增添了光彩。

吉宝置业是新加坡优秀的住宅开发商，它在新加坡的吉宝湾和滨海湾开发了多个具有标志性的世界级海滨住宅。吉宝置业在新加坡和海外拥有的地块可建造超过70 000个住宅单位，同时拓展在本区域内的商业项目，以满足市场对优质住宅、办公楼和综合式开发项目日益增长的需求。

吉宝置业致力于通过富有创新性的房地产解决方案为所有利益相关者创造价值，为下一代建设一个更美好的世界。秉持对环境进行治理和保护的积极态度，该公司致力于通过旗下所有以高质量和创新著称的地产项目，缔造可持续发展且适宜“生活、工作、休闲”的理想环境。

吉宝置业在可持续发展方面所做出的努力也受到了广泛认可。公司在2015年连续第二年被列入《企业骑士》（*Corporate Knight*）全球最具可持续性企业100强之一。在该榜单中，吉宝置业名列第四，位列亚洲第一，及全球房地产企业的首位。

吉宝置业在除牌前曾是道琼斯可持续发展世界指数和亚太区指数的成分股之一。公司也连续5年被列入苏黎世永续资产管理公司

（RobecoSAM）的《可持续发展年鉴》，是全球在可持续发展方面前15%的领先企业。此外，吉宝置业也入选摩根士丹利国际资本环球可持续发展及社会责任指数。

除此之外，近年来吉宝置业所获颁的奖项包括在新加坡顶尖企业社会责任奖2015年度评选中荣获的大企业类别下的最高奖、在由世界绿色建筑委员会主办的亚太地区联盟绿色建筑先锋奖的评选中荣获的可持续发展企业大奖及在2014年荣获的新加坡可持续发展奖（能源管理组别）。

附录3.2：由世界知名建筑师设计的新加坡住宅项目



图3.10 由丹尼尔•里伯斯金设计的吉宝湾映水苑（照片由吉宝置地提供）

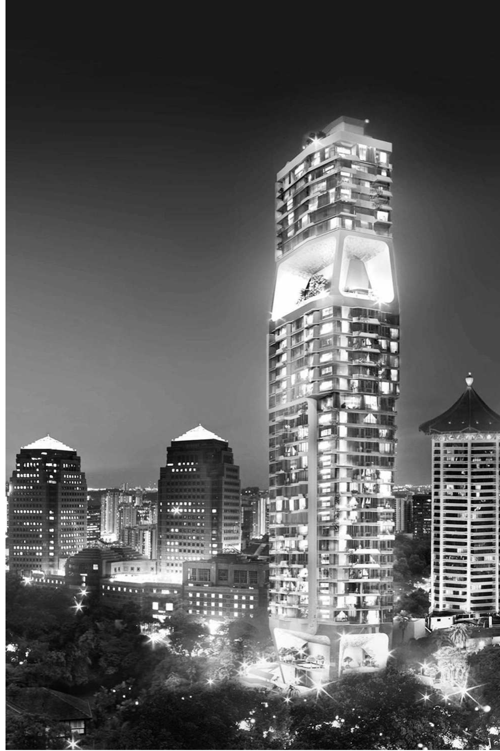


图3.11 由班•范柏克设计的史格士大厦（照片由远东机构提供）



图3.12 由普瑞安和蒂莫西•约翰逊设计的滨海舫（照片由城市发展提供）



图3.13 由摩西•萨夫迪设计的晴宇（照片由凯德集团提供）



图3.14 由SOM建筑设计事务所设计的丹戎巴葛中心的华利世家（照片由国浩房地产提供）

---

1. 政府通过建屋发展局这一个负责公共住房的机构来规划、建设公共住房并以优惠价

格出售给符合购房标准（自2015年8月25日起，家庭月收入不超过12 000新币。编者注：1新币≈5元人民币）的新加坡公民。

2. 共管公寓和普通公寓是新加坡非有地私人住宅的两种住房类型。共管公寓为分契式住宅，并具有占地面积不少于0.4公顷且齐全的共用设施。普通公寓同样也是多单位式住宅项目，但它们的占地面积较小。法律限制向外国人转售低于6层的普通住宅。普通公寓还包括含有底商的公寓，及过去通过政府房屋计划下供雇员居住的私有化后住宅。

3. 资料来源：Sing，Tien Foo and Low，Swee Hiang Yvonne，2001，“A Comparative Analysisof Inflation-Hedging Characteristics of Property and Non-Property Assets in Singapore，”Journal of Real Estate Portfolio Management，Vol. 6，No. 4，pp. 373-386。

4. 资料来源：Knight Frank，The Evolution of Singapore Real Estate-Journey to the Past and Future: 1940-2015，2015，Page 57。

5. 资料来源：Whang，Rennie，“Plotting the ‘high life’at low cost，”The Straits Times，Saturday，Oct 04，2014。

6. 资料来源：Liew，Christine，“Holding the Skye，Tan Cheng Siong，Archurban Architects Planners，”Architecture and Environment，a magazine of Singapore Architect，SA280 Issue。

7. 资料来源：Au Yong，J.，“Is S’pore’s first condo worth preserving?”The Straits Times，September 24 2006。

8. 资料来源：Kalpana，R.，“HPL bags Beverly Mai for $238m，”The Business Times，April 27 2006。

9. 翡翠乐后来被重新开发并命名为新翡翠乐（New Futura）。该项目将于2021年完成。

10. 资料来源：Ho，C. W. and Sim，L. L.（1992），Studies on the Property Market，Singapore University Press。

11. 该评论引自Business Times发文（资料来源：Lee Meixian，For Singapore’s wealthiest，land is riches，The Business Times，8-9 August，2015）。

12. 黄先生的评论也意指，过小的本地市场将会促使开发商离开本地到别处去寻找投资机会。

13. 资料来源：Coulson，N. Edward，Dong，Zhi and Sing，Tien Foo，（2015），“Estimating Hedonic Cost Functions: Case of Singapore’ s private residential property markets，”NUSInstitute of Real Estate Studies（IRES），Working paper。

14. 丰隆集团和城市发展这个“房地产帝国”建立的过程记录在城市发展50周年纪念丛书《不变的印象》（A Lasting Impression，2013年出版）中。

15. 资料来源：“SingLand urges shareholders to reject UIC offer，”Business Times Singapore，1 May 1990。

16. 资料来源：Magdalene Ng，“SingLand advises acceptance of UIC bid，”Business Times Singapore，15 May 1990。

17. 资料来源：Joyce Quek，“Alan Yeo tells employees why he backed Wing Tai，”Business Times Singapore，17 May 1994。

18. 资料来源：Genevieve Cua，“YHS tells shareholders not to act pending advice，”Business Times Singapore，28 June 1995。

19. 2015年1月22日，编辑团队 [程天富与杨美莲（Jeanette Yeo）]在远东机构CEO黄志达先生位于远东广场的办公室中对其进行采访。

20. 新加坡最早聘请的设计住宅项目的外籍设计师是已故的保罗·鲁道夫（Paul Rudolph）。位于格兰芝路、共有90套住宅的柱廊公寓（Colonnade Condominium，1986）就是由他设计的。

21. 资料来源：“Renowned foreign architects spice up Singapore’s building design landscape，”Channel News Asia，21 June，2012。

22. 资料来源：Tay，Suan Chiang，“Local architects make their Marq-Singapore architects can give foreign ones a run for their money in designing condos，”The Straits Times-August 6，2011。

23. 资料来源：Agarwal，Sumit，Deng，Yongheng and Sing，Tien Foo，“The Rise and Rise of Shoebox Units，”the Straits Times，NUS Expert Series，12 September 2012。

24. 资料来源：Kalpana Rashiwala，“Govt to act to contain rash of shoebox units，”Business Times Singapore，5 September 2012。

25. 2010年3月，印度尼西亚的力宝集团从马来西亚大亨阿南达·克里希南（Ananda Krishnan）手中收购了新加坡上市华联企业的关键股权，这笔交易价值9.57亿美元。资料来源：Lee，Su Shyan，Lippo Group buys tycoon’s stake in OUE，The Straits Times，10 March 2010。

26. 资料来源：Williams，Ann，“Orchard Parade，Wing Tai buy Tien Wah site”Straits Times，4 August 1994。

27. 资料来源：Abdul Hadhi，“Orchard Parade，Wing Tai to Refinance Tien Wah Site Purchase，”Business Times Singapore，5 November 1994。

28. 为了对该土地交易进行再融资，永泰地产另外发行了6.2亿新元、为期5年的（按季付息）浮动利率抵押债券，其季度票面息率比新加坡银行间3个月同业拆借利率高出1%。

29. 根据3.02亿新元的项目估值，乌节广场酒店在联营企业中60%的持股约等于1.812亿新元。

30. 资料来源：“Time will tell if Pidemco’s OPH deal is profitable，”Business Times Singapore，3 October 1998。

31. 资料来源：Rashiwala，Kalpana，“Pidemco guarantees OPH bonds，”Straits Times，2October 1998。

32. 太平洋企业发展的总经理安妮·洛克（Annie Loke）女士在项目试售时对项目低于市场价格的售价进行解释：“这是对那些已等待许久的项目忠实支持者的回馈。”（资料来源：“First Costa del Sol units are a bargain，developer admits，”The Straits Times，31 May 2000。）

33. 资料来源：“Few takers for Costa del Sol，”The Straits Times，25 March 2002。

34. 资料来源：“Costa del Sol developer guarantees up to 10% cash gain，”The Straits Times，22 March 2002。

35. 资料来源：“Buy a Costa del Sol unit and get price appreciation guarantee，”Business Times，22 March 2002。

36. 资料来源：Andrea Tan，“Buy a Costa del Sol unit and get price appreciation guarantee，”Business Times Singapore，22 March 2002。

37. 资料来源：“Costa del Sol offers 5% rental yield guarantee，”Business Times，2 May 2002。

38. 资料来源：Nicholas Mak and Jenene Wong，“Competition from foreign developers”Business Times Singapore，Property 2014，13 March 2014。

39. 资料来源：Cheryl Ong，“China developers’interest heating up，”Straits Times，13 September2014。

40. 此处的日期为两国首相宣布签订协议的日期。

41. 马新私人有限公司为马来西亚政府和新加坡政府成立的合营企业，主要负责滨海湾南及奥非-梧槽地块的开发项目。该公司60%的股份由马来西亚主权财富基金国库控股公司持有，剩余40%则由新加坡淡马锡集团持有。两家公司均为双方政府投资机构。

42. 资料来源：Serene Tng，“Capito Sale Site: Concept & Price Revenue Tender，”Skyline，May /June 2011。

43. 供第二期开发的土地标价是根据新加坡税务局针对中央商务区核心区域商业用途土地核算并发布的开发增值税（development charge）计算得出的。

44. 这两部法案颁布的主要目的是促进共契地权的分割及涉及多重业权的物业共有产权的登记。这两部法案使得每位业主在拥有该分层地契公寓单位的独家业权的同时，也拥有在分层地契计划图规划范围内共用区域的共同拥有权。

45. 1999年10月之前，整体出售需要所有业主的同意方能施行。1999年法案的修正放宽了这一项条例，整体出售现只需要80%到90%业主的同意即可进行。

46. 开发增值税是针对土地增值征收的税收。该税收由政府征收，由市区重建局管理。这项税收使政府可以获得因地段被重新划定为高价值用途、或因调高容积率而造成的土

地增值的50%。

47. 裕廊集团作为政府机构，是工业用地的主要供应商，同时也是建设定制厂房的开发商。

48. 与个别机构投资者所持有的优质级别商业地产不同，分契式地产将整栋地产细分为不同单位和层数，然后分别出售给单个用户或户主。该地产所在的土地则由多个分契式地产业主共同联名拥有。

49. 市区重建局指数为高质量且每季度更新的中位数价格指数。该指数从众多交易中采用12个季度的移动平均数来加权计算。若在一些区域分契式商业地产交易过少，中位数价格指数的平滑处理也许会发生（资料来源：Deng，Y. H.，McMilen，D. P. and Sing，T. F.（2014）“Matching Indices for Thinly-Traded Commercial Real Estate in Singapore”Regional Science and Urban Economics，47，86-98）。

50. 多用户厂房和多用户仓库的工业地产价格分指数在1990年后开始对外公布。

51. 资料来源：Arthur Sim，“The imbalance seen in CBD space supply，demand，”Business Times，27 March 2007。

52. 资料来源：Kalpana Rashiwala，“Why rivals hope CDL won’t do office project，”Business Times，16 May 2002。

53. 见市区重建局2007年5月21日发布的媒体报告：“市区重建局临时禁止中区办公用地转为其他用途。”

54. 关于新加坡商业中心开发的更多信息，请参考由新加坡大学出版社在1984年出版的《新加坡计划购物中心研究》[沈茹莉（Sim，Loo Lee）著]。

55. 资料来源：Joanna Chen，“The changing retail landscape”，Business Times，23 Sep 2010。

56. 1澳元≈5元人民币。——编者注

第四章

地产服务商在房地产业发展中的角色

余熙明



导言

顾问或地产服务商通常被认为是信息提供者。由于房地产具有特殊且复杂的特征，信息对于更好地理解市场极为重要。信息在房地产市场中起着关键的作用，也正因如此，市场需要那些以提供信息中介服务为主要职务的专业人士。通常，房地产服务商的职务包括收集信息、调控信息流动和综合信息，以及帮助客户降低信息成本和满足他们的信息需求。

地产服务商在确保房地产市场切实、有效地运作方面起着重要作用。它们在新加坡建国初期的作用尤其显著，那时的市场信息稀少且零散。咨询公司在那时提供了物业估值、资产拍卖、中介以及物业管理等服务。这些服务都是由1819—1959年殖民统治新加坡的英国殖民政府所引入的。尽管很多类似的服务至今仍然存在，但和其他行业一样，其服务种类和服务范畴在过去的50年里发生了显著变化。

和绝大多数的发达经济体一样，典型的房地产服务包括物业估值、资产拍卖、为买卖和租赁交易进行地产经纪服务、可行性研究和财务咨询服务、税务咨询服务、顾问研究服务以及资产管理服务。这当中的每一项服务都极其重要，这主要是基于房地产的特性。房地产的异质性意味着，若想了解特定房地产权益中存在的各类价值，就须寻求由专业人士提供的指导意见。尽管大多数物业估值的目的是估计该资产在某个特定时间点的公开市场价值，但物业估值以及为一些较特别的物业进行更为复杂的物业估值还存在着其他的目的。虽然即时信息在当今市场上远比过去更易获取，但随着房地产的交易日趋复杂，市场对于拍卖商或地产经纪商所提供的服务还是需要的。房地产经纪人具备了关于区域性和房地产市场动态的市场知识，这些市场知识是外行人无法轻易获取的。他们也因此可以帮助其客户，无论是买卖交易还是租赁交易，降低搜寻匹配的交易对象所需的费用。房地产资产的实体特性也意味着对于维护

及管理物业的专业人士的需要，以确保该地产继续发挥物业功能并且长期保持甚至增长其价值。最重要的是，房地产服务商通过提供研究和咨询服务、财务咨询或资产管理等服务，力求为其客户创造更多价值。

本章追溯新加坡地产服务商在过去50年中的角色变迁，将其分为5个阶段。从早期的20世纪六七十年代开始，经过80年代的增长时期，到90年代面临变革时期及管理咨询公司和投资银行的竞争，最后到2008年的金融危机，显然，房地产服务业已经历了重大的变迁，而大多数的转变归因于全球性变化，尤其是金融业的变化。新加坡由于市场规模小，也许是受影响最大的国家，而房地产服务商也因此需要不断衍变以保持与外部环境的和谐。本章的信息和咨询是通过与新加坡一些主要的地产服务商如世邦魏理仕、戴德梁行、仲量联行、莱坊（新加坡）和EBA产业（ERA Real Estate）的访谈收集而来的。

本章也讨论了房地产服务行业的主要趋势和变化，包括客户概况、地产项目类型及服务解决方案。科技及通讯的发展使得更多信息普遍存在，因此客户对于各种房地产服务有了更高的要求，并希望它们能满足用户在租赁或其他地产服务中的需求。租户不仅在寻找优质的楼面空间，也在寻求量身定制的服务，以为他们的核心业务增添价值。建筑物也变得更复杂。例如，零售空间不仅只局限于购物，零售空间也须更加重视营销活动和娱乐活动，以为消费者提供休闲体验。另外，一些全球性企业也已开始把绿色办公楼设为它们的建筑物要求。估值方式也在不断演变，以符合金融标准的更高要求。房地产已经不仅关乎房屋本身，它甚至已经成为一种在资本和金融市场上交易的金融资产。所有这些变化，再加上来自金融咨询公司的竞争，在过去15年里重塑了地产服务商的组织结构和人力资源。本章的末尾对未来进行了一番展望。和过去50年一样，变革是永恒的主题，房地产服务行业很可能会受到其他力量的影响。

发展和增长的各个阶段

新加坡房地产服务业增长和发展的5个主要阶段可以大致划分为20世纪60年代到70年代的早期；70年代末到80年代的增长期；90年代到1997年亚洲金融危机的巩固期；1998年开始到2008年的全球化时期；最后是当前的阶段，全球金融危机后至今。尽管这5个阶段可以被重新划定成各种不同的阶段，但上述5个阶段的划分之所以被采纳，是因为它和一些对房地产服务业有着巨大影响的重大事件和里程碑式事件相契合。

第一阶段——20世纪60年代到70年代的早期

在新加坡1965年独立以前，市场上就已经出现了英国政府按特许的测量准则而引入的房地产咨询公司。20世纪60年代到70年代以小规模经营为特征，房地产服务企业通常是独资经营或合伙企业。它们大多是由英国人经营的，其中不乏梅斯·CH·威廉姆斯（Messrs CH Williams）和约翰·卡特（John Carter）等熟悉的名字。这些独资经营或合伙企业所提供的服务主要集中在物业估价、资产拍卖、地产经纪服务和物业管理服务。在当今众多大规模的房地产咨询公司中，莱坊是其中最早在新加坡开设房地产业务的咨询公司之一。当时的莱坊隶属蒋福财公司（Cheong Hock Chye & Company），而蒋福财公司在1940年时仅在珠烈街和来福士坊某个角落设立了一间小小的办公处，当时共有6名职员提供物业估值和资产拍卖服务。另外一家当今地产资讯行业的领先企业世邦魏理仕于1958年在威廉姆斯的香港银行办公室旧址开展业务。同样，它所提供的咨询服务也主要集中在物业估值，而随后其服务也逐渐拓展到物业管理。

早期这类业务大多都能取得成功的主要原因是专业人才的相对匮

乏。如有关教育的章节（第九章）所讨论的，早期的训练是由本地理工学院提供的，而大学在1969年才开设房地产管理课程。当时毕业生数量有限，而这有限的人力资源库主要是依靠那些从国外取得有如英国皇家特许测量师学会（Royal Institution of Chartered Surveyors，简称RICS）这类专业资格的人才来填补的；而公共部门主要依赖那些在新西兰接受过训练的本地学者。房地产咨询业务的成功吸引了如魏理仕（1977）和莱坊（1983）等外国企业的涌入。随着新加坡房地产市场日趋成熟，这些英国企业也开始建立自己的业务。同样，仲量行（Jones Lang Wootton）于1973年开展业务，但不同于另外两家，它并没有收购当地企业。今天，世邦魏理仕、仲量联行、戴德梁行和莱坊都已从只有寥寥数人的小团队成长为仅在新加坡就有几千名员工的跨国企业。其他来自英国的国际性房地产咨询公司，包括德贝汉（Debenham）、高力国际和卓登（Chesterton），也通过各种形式的合作和专营在新加坡开展业务。

由于当时的新加坡开始进行市区改造和基础设施的建设，这些早期的咨询服务显得非常重要。政府在当时正推行土地征用，以征集土地来建设公共房屋、学校和其他公共物资。新的立法取消了原先给予租金管制物业租户的保障，这些租金管制物业大多位于市中心，这一立法使得中区的重建工作得以实施。金鞋（Golden Shoe）地区见证了新建办公楼的爆发式增长，这成就了商业中心的市区设计。物业估值服务在当时是不可或缺的，因为土地业主在其土地被强制征用时需要向服务提供者征求有关的专业意见。此外，房地产交易的经纪服务也非常重要，资产拍卖也普遍用于出售房产。房地产服务在20世纪70年代末扩展到了工程管理和物业管理。例如，魏理仕（Richard Ellis）负责管理1978年重建汇丰银行大厦的工程。这随后也引向了包括租赁在内的物业管理服务。

房地产咨询服务在这一时期极其重要的另一个原因是，当时的市场受到严厉的管制而且不是很透明，特别是在强制征地的情况下。因此，诸如物业估值等服务对于帮助私人企业参与房地产活动是非常重要的。此外，自1967年市区重建局第一次推行土地出售计划开始，市场就掀起

了房地产开发活动的热潮，而开发活动则需要物业咨询、可行性研究及市场营销等的房地产服务。这一趋势只限于商业地产部分，因为随着建屋发展局和裕廊集团的设立，政府部门的房地产开发项目都开始专注于公共住宅和工业厂房的建设。

第二阶段——20世纪70年代末到80年代

从20世纪70年代末到80年代，在政府领导人富有远见卓识的决策下，政府实行市场开放政策，新加坡成为开放性经济体并且吸引外国投资，这使新加坡的经济迅速增长。20世纪70年代末，公寓生活开始在新加坡推行开来，同时乌节路地区也有很多新的零售中心和酒店建设起来。新的建筑物也逐渐耸立在美芝路和滨海湾地区，它们主要是办公楼和零售商场，例如新门广场和滨海广场。这些新建的大型开发项目对于房地产咨询公司来说相当重要。由于这些开发项目需要由它们提供工程管理、租赁和市场营销服务，其业务在这段时间内实现了显著的增长。事实上，这些业务成了咨询公司主要的收入来源。

当今新加坡规模最大的房地产经纪公司ERA产业于1982年成立，它的成立很大程度上是由于当时私人住宅市场的快速增长。它是一家被授予美国公司专利经营权的房地产经纪公司，其主要业务是住宅中介。它从最初只有几位地产经纪人发展成为如今在亚太地区有很多分支机构的国际公司，在新加坡总公司的销售人员约有6 000人。然而，当1985年国家面临第一次的经济衰退时，私人住宅市场的快速增长也陷入停滞状态。造成此次经济衰退的主要原因是两项外部因素：其一是美国经济放缓；其二是1979年推行的高薪政策导致的高运营成本。这造成了复兴经济的新策略的产生，与此同时，不动产市场咨询委员会也随之成立，为刺激房地产市场出谋划策。

立法的修订也为房地产咨询公司缔造了商机。例如，1979年，发展增值税系统的修改为咨询公司提供机会，以向物业业主和开发商提供建

议。随着中区的成功重建，租金管制的撤销扩张至更多的地方以适应建筑保护这一趋势。这提升了土地的再开发潜质以及受保护建筑物的整修潜质。房地产咨询以及其他相关职业，如建筑师、工程师、工料测量师等，随着工作量的上升也涌入了人力资源市场。1986年的新世界酒店坍塌事件为此后的建筑工程带来了一系列确保建筑工程安全的措施，这也意味着工程师、测量师须通过更多的检测和认证。

另一方面，房地产服务业的繁荣也吸引了诸如管理咨询公司和投资银行等其他咨询和顾问公司进入这个市场。这些中介机构虽然不能开展一些诸如估值和物业管理等的房地产核心业务，但是它们可以提供特别针对全球资本市场的财务分析服务。

第三阶段——20世纪90年代到1997年亚洲金融危机

20世纪90年代的新加坡经历了国家领导人更迭，以及经济政策的一些重大变化。其中，一个重点在于通过政联企业及其他驻新加坡企业的区域化来为经济增长寻找外部动力。另一个重要的关键因素则在于重塑工业部门的结构。政府通过发展科技园和商业园，使新加坡经济朝着知识密集型的工业化阶段发展。1991年的概念规划也清楚地表明了将中央商业区的活动分散到中央商业区以外，包括淡滨尼、实里达、兀兰和裕廊西等区域次中心的计划，以及将市中心从来福士坊向滨海湾扩展的计划。20世纪90年代的开发在规模上更大、在速度上更快，一个很明显的对比就是：滨海广场花了25年才建设完成，而滨海湾虽然拥有更大的规模，但它却在更短的时间内完成建设。

与1991年概念规划同时推出的是分区规划，即开发指导规划。这些规划聚焦于更小的区域，开发建设的规划更为详细，并特别允许采用较高的容积率指标。一些现有建筑物的土地容积率也被调高，以至于那些建筑物的业主觉得如若他们能集体向有意愿再开发该建筑物的开发商出售该物业，将是有利可图的。这种整体出售的热潮在住宅市场上相当普

遍。同样，这又为地产咨询公司带来了一个黄金机会，使其能在这种多方交易中提供服务。在市场表现方面，20世纪90年代的市场，尤其是蓬勃发展的住宅市场，为房地产服务商和咨询商提供了进一步的发展机会。举一个例子，1993年建屋发展局组屋转售交易条例的修改使得建屋发展局房屋的交易量和交易价格大幅上升，同时也带动了私人住宅市场。这一事件驱动了多家房地产经纪机构的设立。这进一步促进了房地产服务业务的增长，同时也为后来日益高涨的用地价格埋下了伏笔。

房地产价格的大幅攀升最终导致反投机措施的推出，反投机措施包括向3年内转售房屋的业主征收资本利得税。正值一些亚洲国家的金融系统陷入混乱状态，这些反投机措施是否有效成了一个有争议性的问题。而混乱的金融系统随之也引发了1997年的亚洲金融危机。各个房地产领域的房价和租金暴跌，由此证明1996年施行的房地产降温措施以及亚洲金融危机的来袭给新加坡房地产市场带来了双重打击。和其他经济衰退时的情况一样，新加坡政府推出刺激市场的措施来应对此次金融危机，包括降低中央公积金缴费率，以及为公司和房地产提高退税。

这个时期对于房地产业来说是一个黄金发展期。地产服务商受益于交易活跃的建屋发展局组屋转售市场和私人住宅市场。大型的商业项目及整体出售交易意味着业主可以从这类投资销售中获取高利润的佣金。事实上，各个房地产服务行业都在这一时期经历了强劲的增长。

第四阶段——1998年到2008年全球金融危机

这一时期对于三个主要事件和趋势来说相当重要：第一是房地产咨询业务的全球化；第二是新加坡成为金融枢纽以及REITs的发起；第三是全球金融危机。

尽管诸如仲量行和魏理仕等顶级地产服务商早在20世纪80年代就已经拥有全球化的业务，但它们在20世纪90年代末期仍然和一些美国的大型房地产公司，如拉塞尔（Lasalle）、科威国际不动产（Coldwell

Banker）和高纬环球（Cushman & Wakefield）合并与协作，并以仲量联行和世邦魏理仕的形式成立，成了全球性地产服务商，而这些房地产服务业巨头都在新加坡占有一席之地。这些兼并重组为新加坡的房地产服务商打开了通往世界其他市场的道路，其中就包括欧洲和美国的主要市场。房地产服务业的全球化趋势主要是为了满足那些早已全球化的跨国公司的需求。此外，由于房地产市场的高度地域性、地方化的特征，对于这些房地产服务商而言，收购当地的房地产咨询公司是个合乎逻辑的解决方案。尽管当时市场因为仍感受到亚洲金融危机的余波以及千禧年互联网泡沫临近破灭而呈现低迷状态，但房地产服务业的增长前景还是一片光明。

亚洲金融危机之后，新加坡的房地产市场在政府政策的帮助下逐渐复苏。作为复苏战略的一部分，政府草拟了设立REITs市场的计划，打算在2001年启动这个市场。然而，诸如互联网泡沫破灭以及“9·11”事件等一系列外部事件使得第一只新加坡REITs的上市时间推迟到2002年。从那时起，新加坡REITs市场成了亚洲领先的REITs市场之一，这对于开创与扩展房地产咨询业务，特别是在物业估值和资产管理方面有所帮助。

千禧年也经历了市场流动性的迅速提高，金融工程开始备受追捧。这助长了美国的次贷危机，并且随后演变成全球金融危机。尽管政府的经济政策在很大程度上减弱了此次危机所带来的负面影响，但是它仍然对房地产行业产生了直接影响。此外，这场危机对于房地产融资和抵押贷款也造成了影响，而这也是房地产咨询商需要面对的问题。

这个时期见证了房地产业显著的发展，而这一发展持续地塑造并影响了市场活动及地产咨询业务。圣淘沙和滨海湾这两个综合性度假区的设立为旅游业开创了一条新的增长道路。随着世界一级方程式锦标赛的举办以及滨海花园的建设，整个滨海湾已成为一个国际景点。新的住宅项目，例如坐落于圣淘沙湾（Sentosa Cove）和滨海舫的滨海住宅也让住宅市场变得更多样化。同样，商业和工业地产市场在这段时期内也经

历了显著的变化与增长。

当前阶段——后全球金融危机时代

从经济迅速地从全球金融危机中恢复起，这一阶段就开始了。这样的恢复现象在亚洲经济体中尤其显著，这当然也包括新加坡在内。为了复苏经济，政府必须干预市场并将利率维持在低水平，以刺激房地产活动。实际上，新加坡的经济下滑只是短期的，随后其经济在2010年强力反弹。迅速飙升的房地产价格，尤其是住宅地产，使得新加坡政府不得不采取一系列宏观审慎政策以遏制投机行为并防止房地产市场继续升温。兴旺的房地产市场对于房地产咨询服务业特别是地产销售或地产中介来说，意味着更多的业务机会。为了确保其行为符合职业规范与条例，政府于2010年成立了房地产代理理事会。

全球金融危机对房地产市场的影响是多方面的。从金融的角度来看，金融交易的结构更具灵活性。此外，投资者也将他们的投资分散到多项资产及资产类别。投资服务业也面临着越来越强劲的竞争，因为包括普华永道在内的四大管理咨询公司和诸如摩根大通等的投资银行也积极参与房地产交易。

自20世纪90年代末起，一些主要的房地产咨询公司开始走向国际化，细细算来，至今已有十多年的时间。在这些年间，新加坡房地产市场在许多方面都已实行分散化和全球化策略。当今，那些主要的咨询公司已成为世界一流的全方位地产服务商之一，它们在全球数百座城市均有业务，且雇用了上万名员工。虽然50年对于很多国家来说是一个很短的窗口期，但新加坡正是在这段时间内实现了经济的巨大腾飞，从一个第三世界港口蜕变成第一世界城市，这也反映了房地产服务业的蓬勃发展。

重要趋势

在过去的50年中，新加坡房地产咨询服务业的发展和演变可以划定成5个关键趋势。

增长和全球化

很显然，第一个趋势就是咨询服务商在规模和业务范围上取得巨大增长。自独立以来，大多数主要咨询服务公司的员工数量从寥寥数人增长到超过1 000人。相比之下，地产中介的销售员工数量增长得更多。举一个例子，1982年，ERA产业在公司设立之初只有几位员工，但目前已经有超过6 000位销售员。除了在规模上有所增长以外，几家大型公司也把业务扩展到全世界。世邦魏理仕和仲量联行目前拥有全球化的业务网络。随着国际基金到处寻求投资机会，这些公司的所有权也因此有所改变。

服务的范围

房地产服务业的服务范围也已大大扩展。很多大型公司的业务范围从物业估值、中介和物业管理等核心业务扩展到基金管理 [领盛投资管理（LaSalle Investment Management）和世邦魏理仕环球投资（CBRE Global Investors）]、资本市场咨询、资本咨询以及全球性企业咨询服务，其中包括使用者咨询、工程管理和设施管理等服务。其中有很多新服务的推出是为了迎合房地产行业的变化以及面对来自房地产传统界限之外的竞争。随着证券化和新的金融产品的出现，相应的资本市场和资本咨询服务应运而生。随着REITs逐渐扩展至国际舞台，REITs市场的增长同样为物业估值服务提供了更多的机会。即使那些核心业务仍然存

在，执行这些业务的方式也已有所改变。举一个例子，在物业估值方面，不能再仅仅依靠单一的估值方法，例如比较估值法，而需要加入更复杂的金融工具来分析现金流和回报率。这个变化一方面是因为客户的要求水平更高了；另一方面，投资者的构成也从私募基金扩张至金融机构和机构基金，因此它们对于更多的分析研究和实证的需求也提高了。

客户情况的变化

咨询服务公司早期的客户群主要是业主和潜在的投资者，其服务范围主要集中于为业主和投资者提供物业估值、中介和物业管理服务。大多数的咨询服务公司实际上扮演着租赁代理的角色，代表房东寻找租户。从20世纪90年代开始，客户群体出现重大变化，物业的使用者而非拥有产权的业主占了更大的客户比例。实际上，咨询服务中最显著的趋势之一是租户代理服务的推出。在90年代以前，95%的服务提供给业主和投资者，只有剩下的5%提供给物业使用者；而如今的比例大约是1∶1。这个变化可以归因于房地产产权的变化。早期大多数在新加坡运营的外国企业是房产的所有者，而不是房产的使用者。这些外国企业包括汇丰、渣打等国际银行。就连一些新兴的本地企业，如海峡商行、星狮集团（Fraser & Neave）和英之杰（Inchcape），在扩展业务的时候，也是房产的业主。在90年代，咨询服务公司开始看到那些只是物业使用者而非所有者的新客户群体，以及那些曾是物业所有者却放弃了房产所有权的群体。跨国企业和本地企业都开始专注于它们的核心业务，并且选择了租赁而非拥有房产，这一趋势使得提供企业解决方案的咨询服务业务量猛增，因为那些企业都委聘咨询服务商来照管它们的办公空间。咨询服务商所提供的服务包括空间规划、租务管理和设施管理。这种对房地产服务需求的整体外包不单是新加坡才有的，它已成为一种全球性趋势，并且在可预见的未来会继续得到加强。这种租户代理服务也将随着更多零售商寻求开拓新市场而在零售领域不断增长。

数据和技术

正如在前言中提到的，咨询服务商实际上扮演着信息提供者的角色。由于技术的发展，信息和数据越来越普及化和大众化，这也成了房地产咨询服务商面临的重大挑战。早期，像交易价格等数据并不容易获得，咨询服务商为了提高物业估值等服务质量，不得不自行收集这些数据并建立自己的数据库。那时，市场信息的传递效率极低。直到20世纪80年代一个专业机构——新加坡测量师与评估师学会（Singapore Institute of Surveyors and Valuers）——开始从官方渠道收集数据并向其会员传播这些数据，如此一来，信息传递的效率才有所改善。时至今日，交易价格被房地产经纪公司、数据提供者和包括市区重建局、建屋发展局和土地管理局等官方渠道发布到房地产页面上。除了数据的暴增，市场上也出现了各种统计资料、分析结果和指数，据称可以用来检测市场波动和市场表现。因此，咨询服务商面对的最大挑战是该如何继续证明它们为提供服务而收取的报酬是合理的。举一个实例，由于市场上存在着大量数据，一些数据提供商声称能免费提供具指标性的估值服务。

通信技术的发展使咨询服务商可以利用这些新技术为客户出谋划策并随时更新任何信息。使用视像来进行虚拟观览已经成为销售人员的必用手段，其他技术的应用，比如地理信息系统（GIS）也常被用来提升服务质量。

房地产的复杂性和规模

在这50平内，房地产开发的复杂性成倍提高，规模成倍增长。建筑物变得越来越复杂，并且通常有多重功能。由于人们对保护历史建筑越发重视，很多开发项目在拥有独具创意的设计的同时将历史特征融入其中，并且提供崭新且宽敞的空间，以确保此投资项目能给予合理的报

酬。交通枢纽附近的开发项目则须利用其超高人流量，将零售场所和车站连接起来。如今，房地产建造和开发的速度也加快了。与之前的建造和开发速度相比，整个滨海广场花了25年才建好，而滨海湾只需一半的时间就能建成。

此外，开发商和业主现在更关心租户的需求，他们更强调实用性、高效性以及合理的楼层设计。租户对绿色建筑有更大的诉求，尤其是那些想要吸引人才的跨国企业。空间需求的变化意味着咨询服务商需要更加积极地参与建筑的设计，并且了解建筑工程中的最佳作业模式。

塑造未来

过去50年里所出现的重要趋势中，有些很可能会持续影响未来，以下论述了一些地产服务商需要注意的问题。

第一，客户群从房产业主转向租户这一趋势很可能会延续。这意味着地产服务商需要更加专注于企业解决方案。物业使用者由于空间成本的增加而需要获得如何优化空间的建议。事实上，比起地产服务商从中介相关的传统业务中所获得的收入，来自“合同式业务”的收入占营业收入的比例有所上升。合同式业务如和大型企业包括大型银行及国际跨国企业签订5年期合同，提供的服务包括为该企业的全球性业务提供中长期的企业地产解决方案。这种合同式业务对于地产服务商来说是拥有正面效应的，这种正面效应在市场低迷期尤其显著。

第二，房地产将会继续成为一种独特的资产类型，虽然房地产的物理属性不能被忽视，但它作为一种投资资产的吸引力将会持续提高。随着发展中国家渐渐开放它们的市场，更多的地产投资机会将会产生。地产服务商需要更好地从财务融资和投资报酬的角度了解房地产这一资产以及如何将房地产融入更大的资本市场。在地产的物理属性方面，地产

服务商需要更积极地参与建筑的设计与建设工程，这样才能对那些身为租户和用户的客户提供更好的建议。

第三，愈发激烈的竞争环境使地产服务商不得不提供更全面的金融服务，此服务涵盖股权配置、债务和结构性融资、债务偿还及金融咨询等，这些服务原是管理咨询公司和投资银行的主要业务。不过，这些资本市场咨询服务者需要根据其在资产代理与管理方面的专业知识来展示其在房地产业的各个领域、各个地域中作为专业人士的强项。

因此，地产服务商需要聘请例如在投资和金融等方面具有新技能的房地产专业毕业生。他们不仅需要懂得地产资产本身，作为与别人的主要专业区分，也须懂得间接的地产资产，比如房地产基金和房地产抵押证券。因此他们需要具备包括房地产资金募集、交易结构、税务咨询等方面的技能。地产服务商也须聘请有工程和设计技术的职员来满足地产使用者的需求。

第四，技术的变化很可能会对未来产生巨大的影响。它会重塑建筑物和开发项目，比如智能技术的应用、对绿色和可持续发展建筑工程的需求，以及建筑工程的规模和速度。在线平台的发展也会对办公和零售空间有持续性的影响，因为员工可在任何地点工作，购物者也能以电子方式购物。技术发展也会影响客户需求，因为客户会期望更优质、更快的服务。

尽管以上论述了各种挑战，地产服务商仍然会在未来扮演着关键的角色，其物业估值、中介和管理等核心业务不太可能被淘汰，只要它们不断调整作业方法并利用新技术跟上时代的变化。在核心业务的基础上，再加上对于地产资本市场、资本募集和间接式地产咨询服务的更多重视，地产服务商将有能力为客户提供全方位的解决方案，这在一定程度上可将投资银行逐出市场。当然，它们也需要对未来可能产生的新挑战保持警惕。

第五章

全球背景下的新加坡商业房地产业

薛义华



导言

全球房地产业在过去的50年里历经变革和创新，如今变得愈加复杂与完善。虽然新加坡房地产在早期发展时相对落后，但目前已大有赶超发达市场之势，房地产不仅已发展为全球业务，如今还与资本市场全面整合。50年前，商业地产投资还是相对不完善的业务，它完全是地方性的，而且只聚焦实体房地产，与金融领域几乎完全没有交集。商业房地产业经历了一系列的变革，从最初简单的业主自建自用，发展到因机构投资者的介入而引发投资市场逐渐发展，再发展到跨境投资的全球化，直至证券化的房地产股权与债务并存于私人和公共市场。

本章追溯了新加坡商业房地产业在更广阔的国际舞台上的变革之路，展示出新加坡是如何适应并转型成为一个更加完善的市场的。这一过程并不单纯局限于吸引全球投资者关注新加坡的房地产资产和公开上市的房地产证券，还体现在将自身打造成服务于从事亚洲投资的基金经理的区域中心。此外，本章还介绍了新加坡本土机构和房地产开发商在房地产投资全球化方面发挥的先驱作用。

从业主自用到投资市场

过去25年，两个相互交织的全球趋势引发了世界各地房地产市场的加速转变。其一是伴随机构投资者越来越多地开展跨境投资，从单纯聚焦本土市场到开拓全球业务的趋势出现。其二是房地产与资本市场的一体化，导致投资选择的扩大。这些趋势充分扩充了全球投资机会的范围和种类，并且为当今房地产业务运作奠定了基础。

然而，新加坡在很大程度上未经历过多数发达市场的一个关键阶

段，即20世纪70到80年代建立起机构投资市场。机构投资市场的建立，为包括上述两大全球趋势的进一步创新奠定了基础。在这期间，机构投资者如保险公司和养老基金，正式将商业房地产纳入其投资资产组合。这种投资活动拓展了市场的深度和广度，还为新兴的商业房地产投资市场的出现铺平了道路。跻身公共股权和固定收益证券这些更为传统的资产当中，房地产被视为混合性投资资产组合中的一种战略性资产。这是由于房地产具有风险分散和对冲通胀的能力，还可以从稳定的收益和适度的增长中获取长期回报。

在20世纪70年代之前的美国，很少有机构投资者参与房地产投资。商业房地产主要由个人、家族和企业自行拥有。由于缺少优质信息、投资专业人士及投资工具，当时的房地产市场主要以交易为导向，由企业家驱动。机构投资者认为房地产不易流转、整体难以分割、具有风险而且处于创业期。从20世纪60年代末到70年代初起，高通胀率和高利率开始压低债券和股票的回报，这促使机构投资者寻找可提供更高风险调整回报率的其他可替代资产。于是，有投资经理开始尝试将房地产纳入机构投资组合中，他们极力推崇现代投资组合理论，主张将房地产纳入资产组合能够实现诸多优势，如多样性、对冲通胀、稳定收益和利用市场低效等。

1974年，美国通过了一项关键性立法——《雇员退休收入保障法》（the Employees Retirement Income Security Act），这项立法消除了缺少专业投资经理以及房地产风险的顾虑，立法的出台将房地产机构投资规模推到了一个前所未有的高度。机构投资者在管理退休计划时得以实现多样化的投资资产组合。20世纪70年代中期，养老金开始流入商业房地产。1970年，保诚旗下的房地产投资独立账户成立，为免税投资者提供第一只开放式房地产基金。1971年，拉扎德（Lazard Freres）旗下的房地产投资公司成立。这两家基金是最早的房地产专项基金。随着《雇员退休收入保障法》的通过，保险公司、银行、养老基金和房地产专项基金的数量有所增长，更多的投资经理和投资者开始出现。例如，作为第一只封闭式房地产基金，罗森伯格房地产股票基金（RREEF）于1975年

成立。

然而，多年来一些养老基金选择不接纳新的投资方式。如美国一只主要的退休基金——加州公务员退休基金（CalPERS），直到20世纪80年代才被授权投资房地产。进入80年代，机构基金的流动不断加速，在此期间，日本投资者开始进入美国市场。70年代时，用于房地产投资的养老基金约为50亿美元。到了90年代末，这一额度已增长到约2 000亿美元。短短20年间，养老基金投资者的数量从70个增加到500个，而投资经理的数量从15个增加到150个。当然，随着投资需求的增加，投资工具的数量和覆盖面也在不断增大。[注]

在第一次世界大战以前，英国的保险公司一直领先于美国的同行业者。在起步阶段，它们持有房地产投资组合的规模相对较小，这些组合主要由地租、自用房产和抵押货款违约收缴房产构成，直到较晚时期，它们才直接投资房地产来创收。至20世纪30年代，相对于公共股权的波动性，房地产被视为稳定的投资资产，自此用于房地产的直接投资显著增长。伦敦在“二战”期间遭受重创，英国投资机构参与并资助了这座城市的重建工作。然而，同美国一样，英国现代房地产的投资浪潮出现在20世纪70年代中后期并一直延续到整个80年代，这期间的标志性事件是发生在1973到1974年间的楼市大跌，当时的英国养老基金和保险公司与美国的同行业者一样，开始寄希望于房地产，将其看作能够提供长期稳定回报并且能使资产组合多样化的投资资产。相形之下，同70年代中期通过《雇员退休收入保障法》之后的美国相比，彼时英国房地产机构的投资规模相对较小。[注]在澳大利亚，根据该国金融体系调查（被称为“坎贝尔调查”）的提议，保险公司和养老基金的投资限制在80~ 90年代期间逐步被解除。[注]与此同时，机构投资者积极寻找能提供高风险调整收益的可替代资产，由此导致当时的机构投资激增。

20世纪70年代的一个重要标志，就是在发达市场成立了机构投资部门。随着80年代越来越多的机构资金流入房地产市场，市场对投资级房地产资金供应的增加做出回应，直接后果是在80年代后期和90年代初

期，发达市场中的商业房地产出现灾难性的供给过剩前兆。由此还引发了另一个重要并具有深远影响的结果，即市场提出了对于房地产投资管理更高标准的要求。而最终结果是建立了一个更为深入更为广泛的投资市场，通过现代金融方法与技术的普遍应用，投资分析与管理的专业性和严谨性不断增强。这也加速了专业中介机构的成长，包括顾问、银行家、咨询师和基金经理，他们负责提供一系列与房地产相关的服务和产品。

一个运行良好的投资市场的建立，为随后30年的转型和变革奠定了基础。虽然这些转变在不同的时期蔓延至世界的其他地区，但其变革之路都不是一帆风顺的。除去一些应对新机遇和适应市场发展所做出的转变，自80年代以来，房地产业还必须承受周期性的市场震荡甚至重创并为此做出调整。

与世界其他发达房地产市场一样，新加坡早期的房地产业颇为简单且不够完善。大多数商业房地产是由个人、家族或企业所建设并拥有的，主要目的是自用。例如在1965年，中央商务区只有为数不多的几座标志性办公大楼，包括中国银行（Bank of China）、亚洲保险（Asia Insurance）、壳牌大厦（Shell House）、丹麦大厦（Denmark House）、克罗斯比大厦（Crosby House）以及中国香港和上海设在本地的银行（Hong Kong and Shanghai Bank），其中大多数都是由企业所持有并使用的，以现在的标准来衡量，其规模都相对较小。以亚洲保险大厦（现雅诗阁服务式公寓）为例，它建成于1954年，共有20层，[注]这栋装饰艺术风格的建筑物是当时中央商务区最高的商业大厦。直到20世纪70年代中央商务区启动市区重建计划，这些老旧建筑物才被现代摩天大楼所取代。

新加坡中央商业区能够快速地重建，主要归功于政府在这其中所扮演的角色。新加坡政府推行的市区重建计划，是由联合国三人专家组在1963年所推荐的，目的是协助新加坡中心区域的再开发，并且重振坐落在“金鞋”地区的金融与银行商业区，区域涵盖珊顿道、直落亚逸街

（Telok Ayer Street）、南干拿路（South Canal Road）、浮尔顿码头（Fullerton Quay）、哥烈码头和驳船码头（Boat Quay）。

政府通过《土地征用法》（1966）强制征收土地，还通过《管制建筑（特别条款）法》允许业主收回自己的租金管制物业，从而成功清除了贫民窟并整合土地用于重建中央商业区。1967—1969年间，市区重建处以招标形式向私人机构推出了46个拥有99年租约的地段，将其重新发展为商业用途。这个招标形式通过所谓的“土地出售”计划完成。市区重建计划迅速地改变了城市中心区域的天际线，至20世纪70年代中期，珊顿道沿线的许多老旧建筑物已被摩天大楼所取代。第一波建筑浪潮是商业建筑开发，如罗敏大厦（1973）、珊顿大厦（1973）、联合工业大厦（1973）、海洋大楼（1974）、丰隆大厦（1975）、星展银行大厦（1975）和华侨银行大厦（1976）。

20世纪80年代，又有一批高层办公大楼拔地而起，它们是：渣打银行大厦（1984）、来福士城（Raffles City，1984）、滨海中心（1984）、金融管理局大厦（1985）、财政大厦（1986）和大华银行中心（1988）。伴随滨海中心和滨海南大范围的填海造地工程的完成，商业用地的供给进一步扩大。截至1983年年底，市区重建局已出售位于滨海中心17公顷的土地，建成新达城和位于滨海南的几座五星级酒店。

自1965年起的20至25年间，新加坡既没有资本，也没有足够的本地机构投资者来发展机构投资市场。其商业房地产市场的开发，主要是由企业家/开发商推动的。由于缺乏资金和机构投资者的支持，开发商不得不寻找创新的方法为其开发项目融资。在20世纪70年代，开发商通过将其开发的购物中心和办公大楼分拆为分层地契单位，并将这些单位出售给零售市场的买家用于发展自身业务，来回笼少量资金。仍有一些分层地契式商业建筑留存至今，如位于市中心黄金地段乌节路附近的幸运购物中心和远东购物中心、安顺路的凯联大厦及位于美芝路附近的黄金坊、黄金大厦及文雅大厦。这种开发商的资本回笼方式仍然延续至

今。

随着开发商的资金日益充足，追随新加坡联合工程公司和城市发展的脚步，注新加坡置地有限公司（1963，后于1990年由亚洲房产收购）、万国置业（1968）、宝德集团（1975）和国浩房地产有限公司（1978）等公司先后上市。通过上市，这些公司能够长期从事项目开发。不难发现，随着资金状况的好转，这些公司所开发的商业建筑物的品质同样日趋完善。21世纪出现的REITs，又为资金回笼提供了另一个渠道。注

发展到世纪之交，新加坡房地产业已逐步跨越最初的企业家/开发商推动阶段，获得了长足发展，通过从全球变革中收获丰硕成果，新加坡业已成为吸引跨境投资者的完善且具有吸引力的房地产投资中心。新加坡房地产业发展所经历的第二阶段，并没有以本地机构投资市场为根基，而是从美国、英国和澳大利亚强劲的投资市场进化中汲取相关经验和知识。本章接下来的篇幅将讨论新加坡是如何在近20年的时间里适应并利用这些全球趋势的。

从本土化到全球化

50年前，房地产不仅仅停留在实体建设概念，而且也只专注于本土的开发，极少有投资者尝本土以外的市场投资。直到20世纪90年代末，房地产业才开始在规模和跨境资本流动方面真正地呈现出国际化迹象。

虽说直到20世纪80年代末日本投资者在新加坡进行首个重大购置时，新加坡才初次尝到全球化的好处，但它仍是全球化趋势的受益者。

然而，跨境投资外国房地产并不是一个新的现象。但在20世纪90年代以前，跨境投资活动的规模都相对较小并且呈波浪式发展。每一波的

跨境投资，很大程度上是由单一的主要发达市场驱动的，将资本转移到其他发达市场。房地产跨境投资的多向流动，直到很久以后才开始。20世纪60年代，好几家英国房地产公司，如英国地产（British Land）、海墨逊（Hammersons）、大都会地产公司（Metropolitan Estates & Property Corporation）和格罗夫纳（Gros-vesno）开始在加拿大和澳大利亚进行投资。它们当中除格罗夫纳以外，其余所有公司几乎都在90年代或更早时间重新撤回英国和欧洲。70年代，荷兰机构投资者紧随其后，在美国和其他欧洲市场进行投资，却在80年代末到90年代初蒙受了巨大的损失，当时西方发达市场经历了有史以来最糟糕的房地产市场萧条，主要原因是因过度建设而导致楼市低迷。在接受了此次投资实体房地产建设的惨痛教训之后，它们将目光转向美国的REITs，相对于难以分割的实体资产，它们认为REITs具有更好的流通性。得益于荷兰机构投资者的支持，美国REITs市场在20世纪90年代发展迅速。20世纪80年代，在巨大的外汇账户盈余和经济泡沫时代的经济实力推动下，日本投资者开始在全球范围内搜罗投资物业。不幸的是，它们进入国际市场的时机不对，而且是在不断上涨的市场上溢价购入物业。90年代初，当日本国内的经济泡沫破裂之后，大多数的日本投资者不得不撤回海外投资。21世纪前10年，中国成为最大的房地产资本出口国，和当初的日本投资者一样，中国投资者手中积累了大量盈余，于是开始在世界各地从事收购活动。根据近期的交易来看，中国投资者一直在刷新海外收购价格的成交纪录。例如，中国的保险公司在过去两年的酒店收购交易，均创造了新的历史纪录。据报道，2014年6月，安邦保险集团以19.5亿美元的价格购入华尔道夫阿斯托里亚酒店（Waldorf Astoria Hotel），注据此推算，每间客房的成交价格约为140万美元，这一价格绝对创造了美国酒店的历史最高成交价格纪录。2015年2月，同样是在纽约，中国阳光保险公司以超过2.3亿美元的价格买下巴卡拉酒店（Baccarat Hotel），平均每间客房的成交价格为200万美元，这也打破了此前印度撒哈拉集团在2012年收购广场饭店时创造的历史最高纪录。就像日本投资者在20世纪80年代的表现一样，中国投资者无论大小，一直都在世界各地搜罗房

地产投资机会。这会是上一波投资浪潮的另一个传递阶段吗？

20世纪90年代末和21世纪初，跨境投资在规模和方向上发生了巨大变化，这标志着房地产真正全球化的开端。跨境投资的趋势持续发展至今，只是在2008年雷曼兄弟公司破产引发全球金融危机时出现短时间停顿。不同于以往的几波投资浪潮，这次并没有主导的资本出口国。投资者源自很多国家，世界发达市场和新兴市场全都跻身其中。与之前几波投资浪潮中的交易量相比，此次的交易量高出数倍。在2007年楼市因全球金融危机崩塌之前，全球商业房地产总交易量达到了7 600亿美元的峰值。而今，仅2015年上半年，全球商业房地产的交易量已高达3 330亿美元。[注]

1997年亚洲金融危机之后，亚洲房地产市场（除日本外）开始吸引外国投资者的关注。最初投资者的关注点是“秃鹫资金”中的不良资产，这些资产主要分布在泰国、韩国和印度尼西亚，20世纪90年代处于后经济泡沫时期的日本市场曾经运作过类似的基金。由于亚洲经济体已从亚洲金融危机中复苏，再加上中国经济体展现出持续高速增长的势头，更多的投资资本被从发达市场吸引并流入亚洲市场。然而，虽说亚洲商业地产的跨境交易量占全球总交易量的比例，在全球后金融危机时期有显著的增长，但是同发达市场相比，亚洲的跨境交易量依然相对较小。根据研究机构普瑞奇的报告，2003年全球商业地产总交易量为3 500亿美元，而亚洲的交易量仅占其中的1%。而在全球金融危机时期，当商业地产总全球交易量骤减到1 950亿美元时，亚洲交易量的占比才升至3%。直到2014年，全球商业地产总交易量重返全球金融危机前的峰值并高达7 000亿美元，而亚洲交易量的占比也仅为5%。[注]

值得关注的是，新加坡政府投资公司从20世纪90年代后期开始就前往更多国家从事多元化投资。自其成立之日起，新加坡政府投资公司的发展历程就反映了国际资本投资市场的动向。新加坡政府投资公司是主权财富基金的先驱（直到21世纪初，当更多国家开始建立这种国家基金，主权财富基金的知名度才随着在世界各地的投资项目的增加而提

高），房地产是新加坡政府投资公司正式确立的第一个资产类别。除了荷兰和中东的投资机构，新加坡政府投资公司也是世界上最早被授权投资外国房地产的机构投资者之一，这在20世纪80年代实属罕见。虽然成立于1982年，但是新加坡政府投资公司所有的早期投资项目几乎都在美国，因为美国是当时唯一兼具深度和广度的市场，并能满足审慎型投资机构的风险投资偏好。随着新加坡政府投资公司对于其他市场有了更进一步的认识，它才逐步前往其他地区进行多元化扩张。80年代后期，新加坡政府投资公司在欧洲进行了适度的投资。而直至90年代中后期，它才开始在亚洲区域进行投资。正是从这时开始，新加坡政府投资公司的投资资产组合才真正地实现了“全球化”，而且它仍在继续扩大其全球性投资组合。至今，新加坡政府投资公司的投资业务已覆盖30多个国家。

新加坡政府投资公司也许是最早涉足但不是唯一涉足海外的新加坡企业。至20世纪90年代，新加坡的其他企业同样被全球化趋势所推动。本土企业如新加坡置地、远东、淡马锡、凯德集团（及其前身发展置地和百腾置地）、吉宝置业、腾飞、城市发展、国浩和星狮地产也开始进军海外市场，它们的目标大多锁定亚洲新兴市场，包括中国内地、中国香港、印度、韩国和东南亚地区，它们也在英国、澳大利亚、日本和美国这些发达市场开始小规模地进行投资活动。然而，这些房地产公司主要业务仍然专注于新加坡市场。

截至2013年，新加坡企业的海外房地产投资达到442亿新元，占新加坡海外直接投资总额的8.3%。其中，中国作为最受欢迎的投资目的地吸引了233亿新元的投资。[注]与全球投资趋势一致，在本地投资者进军海外的同时，新加坡也吸引了大量的海外投资。1989年，日本科瓦房地产公司（Kowa Real Estate Company）通过持有由王明星（Ong Beng Seng）创建的投资公司——萨乌投资（Savu Investments）50%的股份进入新加坡房地产市场。萨乌投资持有哥烈码头的两处房地产——橡胶屋（Rubber House）和温彻斯特屋（Winchester House）。[注]当时最杰出的开发项目之一是新达城，它由长江实业带领的中国香港企业于1997年

建成。近期，又有两个大型混合用途型开发项目在中央商务区落成，即亚洲广场和滨海商业金融中心。亚洲广场是由麦格理全球房产顾问于2013年建成的，而滨海商业金融中心是由香港置地、吉宝置业和长江实业共同开发、于2012年建成的。国际投资者最初只是试图收购实体房地产，但随着新加坡REITs市场的不断发展，国际投资者又将投资业务扩展至房地产证券。伴随大量涌入的国际基金经理纷纷在新加坡设立地区办事处，全球化趋势又以另外一种方式呈现出来。凭借自身稳定的政治环境以及强大可靠的软硬件基础设施，新加坡作为一个重要的金融中心，吸引着越来越多的投资者。新加坡拥有大量训练有素的房地产专业人才，他们能够应对非常复杂的行业环境。除此之外，新加坡政府还给予符合条件的区域办事处一定的额外优惠政策，即税收减免。对于国际投资经理来说，新加坡一直被视为可与中国香港竞争的亚洲金融中心。新加坡在亚洲的战略性地理位置，使其自然而然地成为推出亚洲房地产投资项目的天然发布平台。基金经理也经历了优胜劣汰，这取决于他们在过去20年里应对区域或全球金融危机的能力。1998—2013年期间，新加坡的资产管理规模从1 500亿新元增长到超过1.8万亿新元，[注]其中2013年直接和间接房地产投资额为1 080亿新元（参见图5.1）。

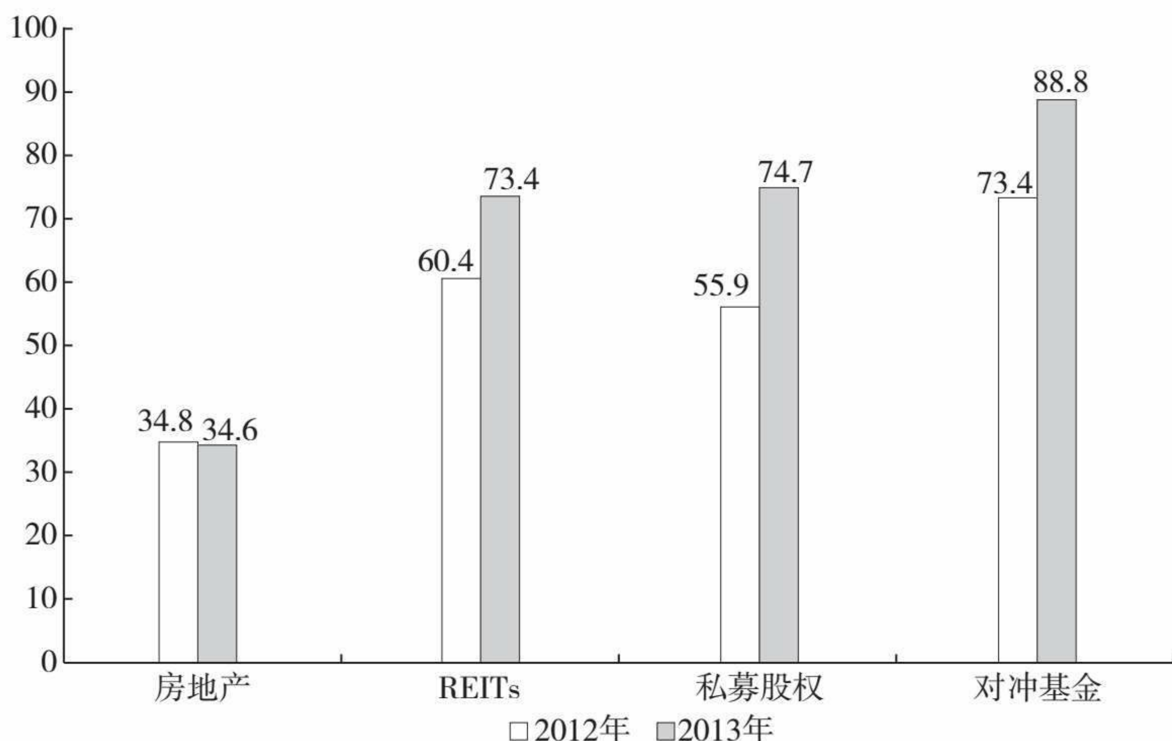


图5.1 新加坡资产管理概况（按投资领域划分，单位：10亿新元）

资料来源：新加坡金融管理局（Monetary Authority of Singapore，简称新加坡金管局）新加坡资产管理行业调查。

全球化的驱动力

大部分投资者的“舒适区”都在本土市场，因为房地产在传统意义上被贴有“本土化”的标签，投资者倾向于相信国外房地产市场都具有较高风险。因此，只有那些预计能够提供比本地投资项目更高风险调整回报的外国投资项目，才会被他们考虑。除了优异的回报表现外，跨境投资还能提供地域多样化所带来的额外收益。长期以来，机构投资者都觉得投资陌生市场在执行方面相对困难，而其中主要的问题症结在于如何跨越地方与全球之间的鸿沟。20世纪90年代以来，境外投资活动有了巨大

的突破，这在很大程度上归功于外界的作用力。

一些宏观力量对于加速跨境资本流动有所帮助。全世界组织起来的储蓄额度实现了大幅增长。由私人机构或国家部门管理的强制储蓄计划始于发达经济体，而后被许多新兴经济体复制，新加坡的中央公积金制度就是其中的代表，此类强制储蓄计划在过去的50年里一直深受欢迎。普华永道最近一项研究表明，2014—2020年期间，全球养老基金所持有的总资产管理规模预计将增加超过2.5倍，达到56.5万亿美元。这一研究还发现，如果将保险公司和主权财富基金所持有的总资产管理规模一起计算在内的话，到2020年，这一数字将上涨到100万亿美元以上（参见图5.2）。即便是仅将其中10%的可投资性资金分配给房地产，也不难看出资本跨境流动对于开拓投资机会所产生的巨大影响。

投资经理为创造高于基准的回报不断面临挑战，他们别无选择，为了追求更高的风险调整回报和资产多元化，他们只能跳出“舒适区”，涉足海外市场以开拓投资机会。[注]2014年，由康奈尔大学和赫德威尔联合公司（Hodes Weill & Associates）所发布的《机构房地产分配监测报告》指出，全球的机构投资者已经将其总资产管理规模的9.38%分配给了房地产，而且它们还表示有意增加房地产资产的平均分配目标。普华永道预测，全球机构级房地产投资额将从2012年的29万亿美元增加到2020年的45.3万亿美元，增幅达到55%以上。[注]

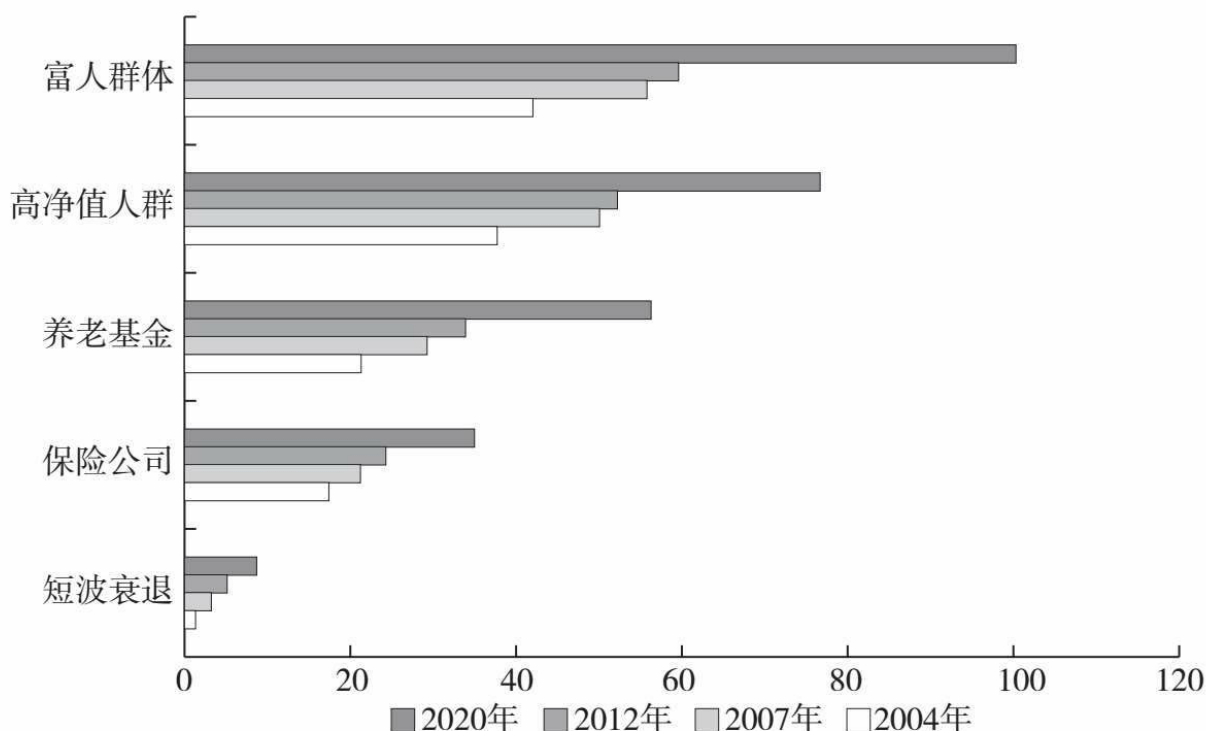


图5.2 全球资产管理规模（单位：万亿美元）

资料来源：普华永道（2014），“房地产2020：建设未来”。

西方投资机构通常将总资产管理规模的5%~ 10%分配给房地产。尽管亚洲用于房地产的基金投资规模较西方同行业者还相对较小，但是其增长潜力巨大。注2009—2014年期间，韩国国民年金公团（South Korean National Pension Service）收购了总价值为36亿美元的6个大型办公物业。据亚太房地产协会（APREA）报道，67%的亚洲养老基金视房地产为其投资资产组合中的重要组成部分。2015年和2016年，分别有73%和30%的养老基金计划增加其投资资产组合中未上市或已上市的房地产投资配额。注

近些年，很多新晋的大型投资者不断进入全球市场，其中不乏近几年才刚刚成立或此前单纯专注于本土市场的投资者。这些机构包括中国投资有限公司、中国国家外汇管理局、韩国投资公司、卡塔尔投资局、澳大利亚未来基金、韩国国民年金公团和挪威央行投资管理公司，以及最近加入的主权财富基金——日本政府养老金投资基金，投资金额为

1.3万亿美元。为了在世界各地寻求投资机会，可投资基金几乎在全球遍地开花，此举成为跨境投资激增的一个主要驱动力，同时还意味着投资机会的竞争将愈加激烈。

国内市场投资机会的日益减少，加剧了由此累积的大规模可投资基金的管理问题，这个问题在几十年来增长持续放缓的成熟经济体里表现得尤为显著。在物业的供应方面，市场以维持少量的新资产库存的方式，应对低增长环境中对于空间的较低总需求。因此，为了寻找更好的投资机会，投资经理被迫将目光转向海外市场，包括涉足新兴市场。以中国为例，其正在构筑全世界最庞大的零售物业渠道。世邦魏理仕在2014年进行的一项调研结果显示，中国城市正在建造的零售物业空间，约占180个参与调查城市总量的一半。[注]单单就上海而言，其拥有330万平方米的在建零售物业空间，这一数字超过了参与调查的86个欧洲国家（不包含俄罗斯和土耳其）正在筹建的零售物业空间总和。

过去的20年里，由于种种原因，众多先前封闭的市场开始向外国房地产投资者开放。迫于需要，韩国在遭受了1997年亚洲金融危机重创之后开放市场。日本方面，虽然政府没有制定外商投资监管规定，但优质的房地产仍然由少数大型企业集团所自持。直到20世纪90年代末，这种垄断现象才被打破。随后，外国投资者逐渐发掘到可以获利的优质房地产并对其进行收购。中国经济在1993—2013年这20年间，一直保持平均10%的增长，中国房地产市场蓬勃发展的机遇吸引了大量的外国投资。此外，中欧和东欧的一些国家于2004年加入了欧盟，它们都打开各自的国门以招揽投资，尤其是来自西欧的投资。这些结构上的变化，在过去20年里为跨境投资者增加了不少市场空间。

除了地理方面的扩展，投资级资产所涉足的领域也进一步扩大。仅以中国为例，全国上下以极快的速度在几乎所有城市实现了房地产资产数量的大幅增长。短短20年，中国房地产格局发生了翻天覆地的变化。20世纪90年代初期到中期的中国，几乎没有任何现代化的高层住宅楼宇，而且当时建筑物的品质也都相当粗糙。而今，中国却拥有一些具有

世界顶级设计和建筑水平的商业住宅。从几乎没有现代化的零售设施开始，中国现已发展到拥有各个层次的商业配套，从邻里购物中心到区域性超级购物中心一应俱全，更不用说位于主要城市的高品质写字楼。然而，为了应对电子商务所带来的冲击，中国的实体零售物业将继续变革。这个史无前例的增长现象也发生在其他新兴市场，但是其规模和发展速度却有所不同。现在，跨境投资者在各个不同的市场中已拥有更多的投资选择。

虽然房地产的相关技能不难转移复制并具有便携性，但跨境投资却是一套全新的通盘考虑。远离了舒适且熟悉的本国市场，外国投资者需要面对陌生的市场基本面与结构、商业惯例和监管条例及税收框架。除此之外，投资新兴市场显得愈加复杂，主要原因在于市场缺乏透明度和可靠信息。不难发现，专业的房地产中介借此机会大量涌入，如银行家、基金经理、资产管理者、律师、会计师和顾问及经纪人，他们都为投资者提供信息。根据新加坡金管局1997—2012年对资产管理行业所进行的调研结果显示，由新加坡外派至海外的投资专业人士数量，从1997年的814人增加到2012年的3 312人，几乎翻了4倍（见图5.3），涉及人群包括投资组合经理、投资分析师、交易员和经济学家。

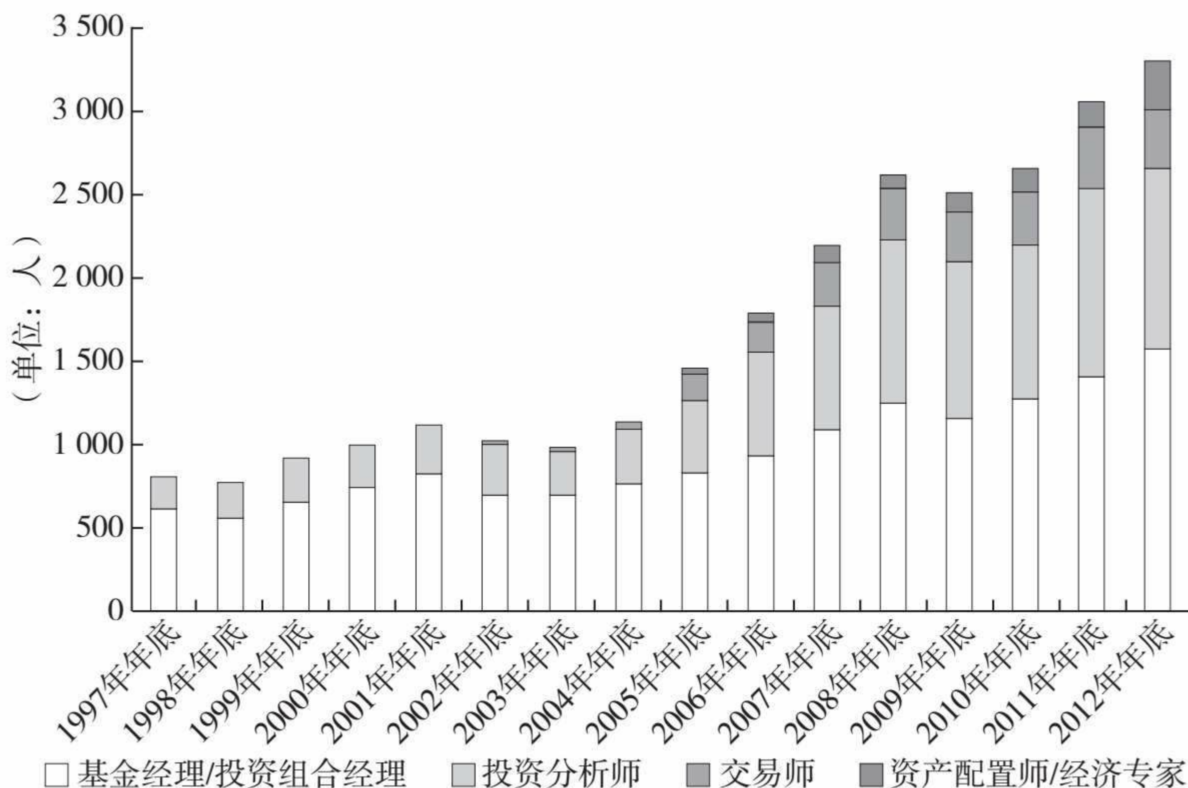


图5.3 新加坡的投资专业人士

资料来源：新加坡金管局新加坡资产管理行业调查。

通过这些中介机构的服务，人们有效解决了执行过程中的难题并使得跨境资本流通自如。关于基金经理在可投资基金渠道中扮演的角色，我们将在下一章进行进一步探讨。中介机构为市场提供了非常必要的信息，这有助于投资者做出有效的投资决策。房地产投资中一个存在已久的障碍就是缺乏可靠的信息，这个问题在境外市场表现得尤其显著。信息的质量随着市场的成熟逐渐提高，这为投资者在做出收购或配置决策时增添了更多的信心。早期的问题仅仅涉及搜集可靠信息，之后再推进到更多的增值研究，以及如何使用分析与预测工具更好地了解市场。在对机构投资的影响方面，最具重要意义的发展就是在发达市场引入房地产指数。这对于吸引房地产机构资金非常有用，因为投资经理需要将房地产业绩与其他资产类别的投资组合进行比较。然而，由于房地产指数主要是以估值为基础的，而且倾向于低估投资回报的波动性，因此在将

房地产指数应用于资产配置模型的时候就常常会遭到质疑。为克服房地产指数计算方法的缺陷，费希尔（Fisher）、盖特纳（Geltner）和韦布（Webb）借用技术以实现收益波动不平滑，[注]这使得进一步改善房地产指标成为可能。无论是在成熟市场还是新兴市场，信息和研究的质量都在持续地提高。然而，新兴市场尚未达到建立可靠的房地产指数所需的成熟度和透明度水平。因此，一个相当于摩根士丹利资本国际指数（MSIC）的真正具有代表意义的全球性房地产指数至今尚未出现。尽管如此，信息在过去20年里不断完善，这成为机构增加房地产配置资金的又一个有利因素。

跨境投资增长的另一个原因是市场创新，即在更多的国家使用更多的投资手段和工具。REITs、CMBS、私募基金或非上市基金，为国际投资者提供了前所未有的投资选择，而且自21世纪初开始，在整个亚洲都呈现出持续增长的趋势。这些新的投资产品是房地产业利用资本市场资源的结果，也在过去二三十年适应了主要的市场动荡。下一部分将介绍房地产行业如何从实体转向资本市场。

从实体房地产到房地产资本市场

长期以来，通过建造或购买房地产并凭借对其持有而收取租金的商业地产投资模式始终维持不变，这种投资模式的资本结构通常是由私募股权和银行贷款组成的，这与大多数个人为自己的房屋融资有所不同。虽然这类资本结构仍然普遍存在，但是房地产业和资本市场在过去20年的创新，使得与房地产相关的资本结构的各个部分都可以在私人和公共市场上进行交易。这一变革性的转型，迅速扩大了房地产投资工具和手段所覆盖的范围。资本市场的新思维和创新，使得资本结构中的股权和债务都能够实现交易，而不是仅仅局限于实体房地产交易。图5.4显示

了房地产投资的四个象限模型。四个象限分别代表的是私人和公共市场、债务和股权。



图5.4 房地产投资的四象限模型

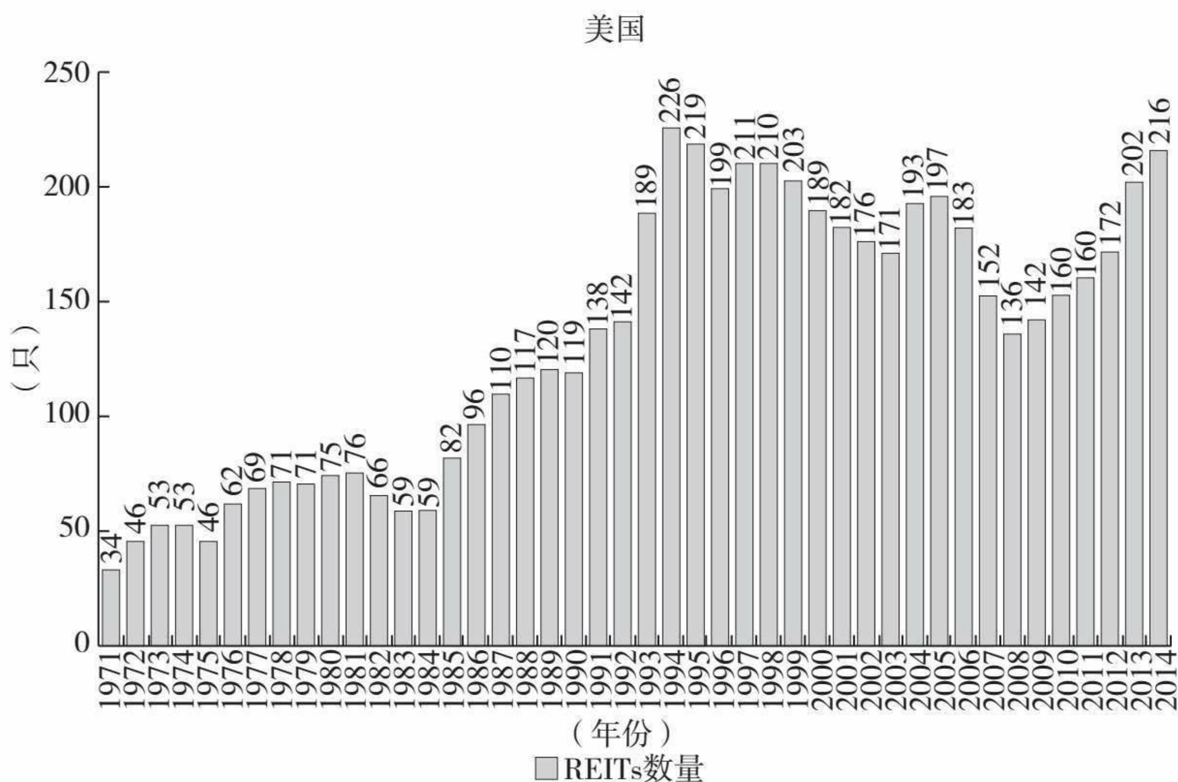
四象限法已经成为发达市场尤其像美国这样的现代房地产市场的一个重要组成部分。20世纪80年代后期，美国房地产市场崩溃，随即爆发储贷危机，并引发许多与大量不良资产积压相关的问题，为缓解由此产生的种种问题，作为富有创新性的解决方案，相继出现了公共债务象限中的CMBS和公共股权象限中的REITs。美国的CMBS市场从1990年的50亿美元增长到2007年的2 300亿美元，至此达到顶峰，随后在2009年全球金融危机时期跌落到30亿美元的低谷。自此以后，市场又开始复苏，并在2015年达到了1 010亿美元。在CMBS的建立过程中，私人债务市场也在不断地创新，通过将房地产债务细分为不同种类的可交易形式，从投资级别到股权式夹层贷款，以吸引具有不同风险收益偏好的投资者的兴趣。尽管截止到2006年，新加坡已经发售31只总值为59.1亿新元的CMBS，注但是房地产债务市场的初期发展几乎被全球金融危机悉数摧毁。

在股权融资方面，REITs的推出是一大突破，它推动了公共房地产股权证券化和私募（或非上市）股权基金证券化在全世界范围内的激增。

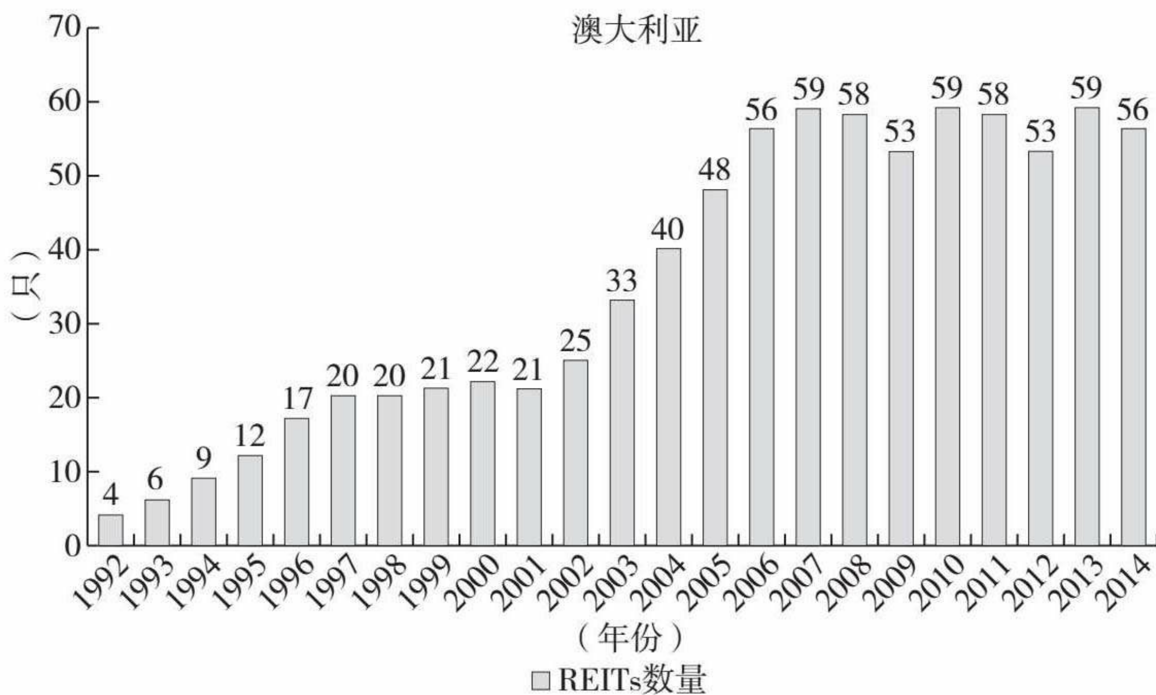
现代REITs时代正式在美国开启，并在规模和影响方面持续扩张。REITs在美国储贷危机时期诞生，当时的房地产融资市场非常吃紧，而REITs在此时出现，无异于为缺乏资金的业主提供了筹集资金的渠道。金科（KIMCO）公司于1991年进行首次公开募股（Initial Public Offerings，简称IPO），这标志着美国现代REITs市场的诞生。REITs马上获得市场认可并且迅速成长，经过10年的发展，已有超过60只总市值为1 180亿美元的REITs公开上市（请参见图5.5）。REITs市场的发展，得益于伞形合伙结构（UP-REIT structure）的帮助，这种结构的REITs允许业主延期缴税。从那时起，REITs开始在国际上广为传播并持续扩张。[注]

REITs模式在全球的成功应用，标志着房地产业发生了重大变革。它不仅仅为投资者提供了又一种投资渠道，还确保了更高的流通性，颠覆了那些原以为房地产是大额投资并缺乏流通性的传统观念。它还使得小型投资者能够进入商业房地产领域，并为房地产开发商和资产所有者提供了另外一种资金回笼方式。

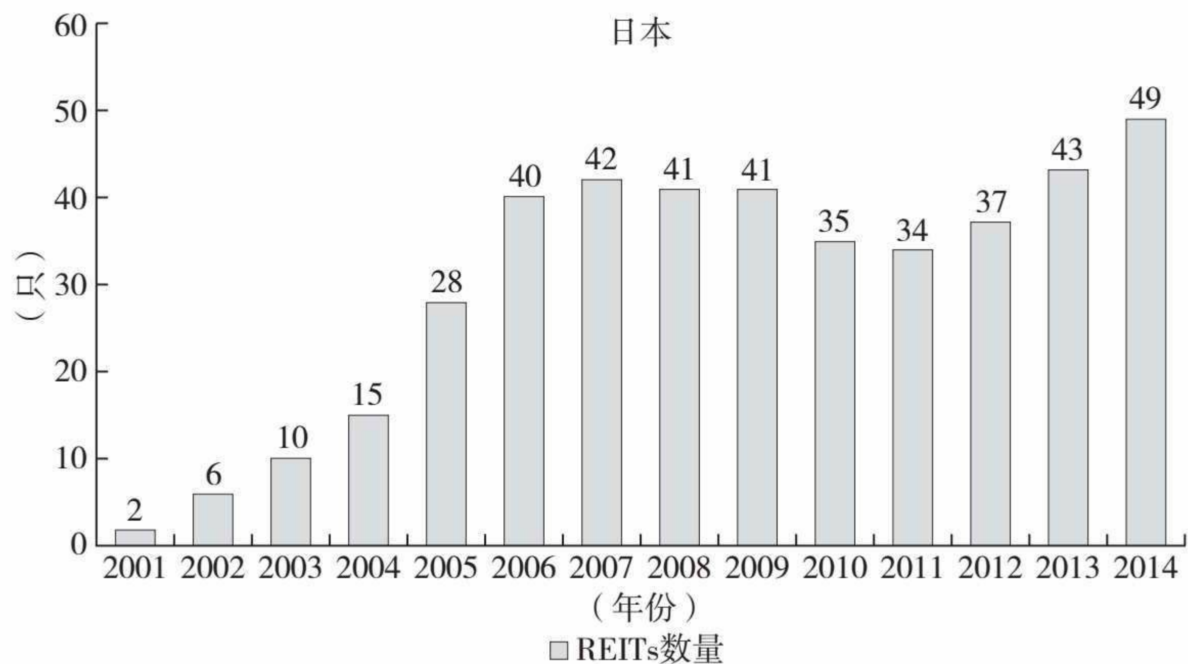
伴随新加坡第一只REIT——凯德商用新加坡信托的发行，新加坡于2002年下半年正式进入REITs市场。尽管进入时间相对较晚，但其发展却异常迅速。截至2005年，新加坡已有5只总市值达到52亿新元的REITs。[注]时至今日，新加坡REITs市场的增幅超过12倍，已有28只上市的REITs和6只合订上市的合订式资产信托基金，总市值达到约667亿新元。



资料来源：全美房地产投资信托协会（NAREIT），摩根士丹利研究机构。



资料来源：彭博社，摩根士丹利研究机构。



资料来源：彭博社，摩根士丹利研究机构。

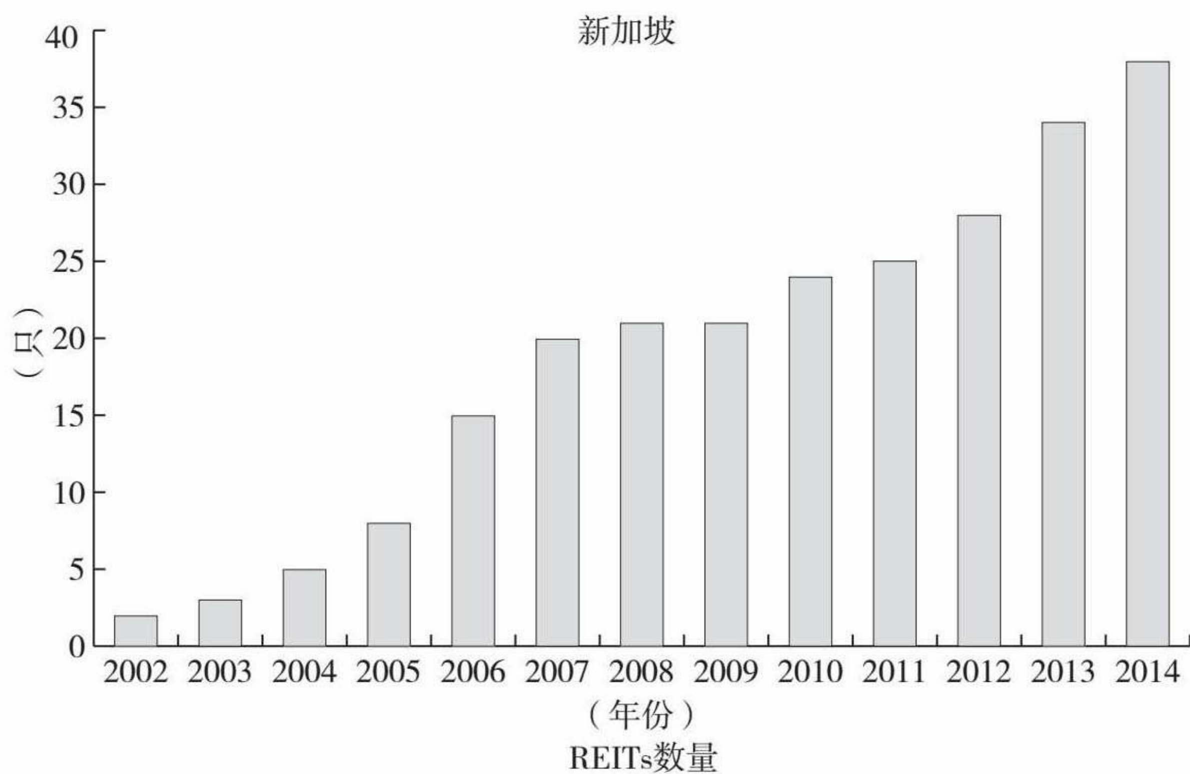


图5.5 REITs在美国、澳大利亚、日本和新加坡的发展

资料来源：彭博社。

新加坡REITs市场的发展，为房地产股权提供了重要的额外资金来源，而且有助于深化商业地产市场。[注]房地产开发商如今拥有了资金回笼的可靠方法，而小额投资者也能够通过投资REITs进行投资，以拥有此前无可企及的大型商业房地产的部分股权。对于那些一直寻求新加坡商业地产和其他亚洲市场投资机会的投资者来说，新加坡REITs已经成为具有吸引力的投资工具。

与其他市场上的类似投资工具一样，新加坡REITs是一个主要面向本地房地产而推出的投资工具。然而，由于受新加坡市场规模所限，不难发现REITs为此走出了一条特色之路，即市场大量吸引了来自国外的房地产。在现有28只REITs当中，至少有10只[注]涉及国外房地产，而至少有6只[注]完全由国外房地产组成。事实上，新加坡领先于很多其他亚洲国家，率先建立了一个功能健全的REITs市场，这有助于吸引外国参与者来新加坡上市。这个独一无二的特点，部分归功于REITs经理们的努力。因为受到新加坡市场规模的限制，所以他们大力搜寻其他国家的资产以作投资。亚腾的置富产业信托就是一个很好的例子，该基金创建于2003年，它的资产组合完全由中国香港商用房地产构成。

储贷危机除了成为促使美国现代REITs市场发展的催化剂外，还促进了房地产私募股权基金在全球范围内的扩张。机会基金（opportunity funds）是第一批出现在市场上的房地产私募股权基金，其创建目的在于利用重组信托公司（Resolution Trust Corporation）所积累的不良资产。此后，私募基金行业持续创新，并推出机会基金以外的新产品。随着时间的推移，市场上开始涌现出一大批种类繁多的基金，包括私人核心基金、增值基金、机会基金、全球基金和专注于新兴市场的基金，它们能够提供差异化的风险收益，以满足不同投资者的投资需求（请参见图5.6）。

不久之后，其他国家的运营商纷纷开始仿效美国，虽然最初10年的投资大部分都集中于国内市场，但是基金管理行业仍然快速成长起来。进入21世纪，为应对机构投资者不断高涨的投资兴趣，具有跨国投资机

会的基金开始出现，这些基金为机构投资者提供了更高的收益回报及更加多元化的选择。

2007年，通过私募股权形式所筹集到的资金量达到顶峰，为7 600亿美元（请参见图5.7）。全球经济危机期间，很多此类私募股权未能幸存，有些甚至已经不复存在。全球金融危机过后的几年间，融资难度日益增大，只有那些更具规模且更加成熟的全球基金才能较为顺利地筹集到资金。然而，在过去的几年中，融资活动再度升温，这表明投资者对于私募基金逐渐恢复信心。研究机构普瑞奇的一份报告显示，2014年市场所筹集到的资金达到1 035亿美元，这是继后全球金融危机时期2009年的527亿美元之后的一次强劲反弹。

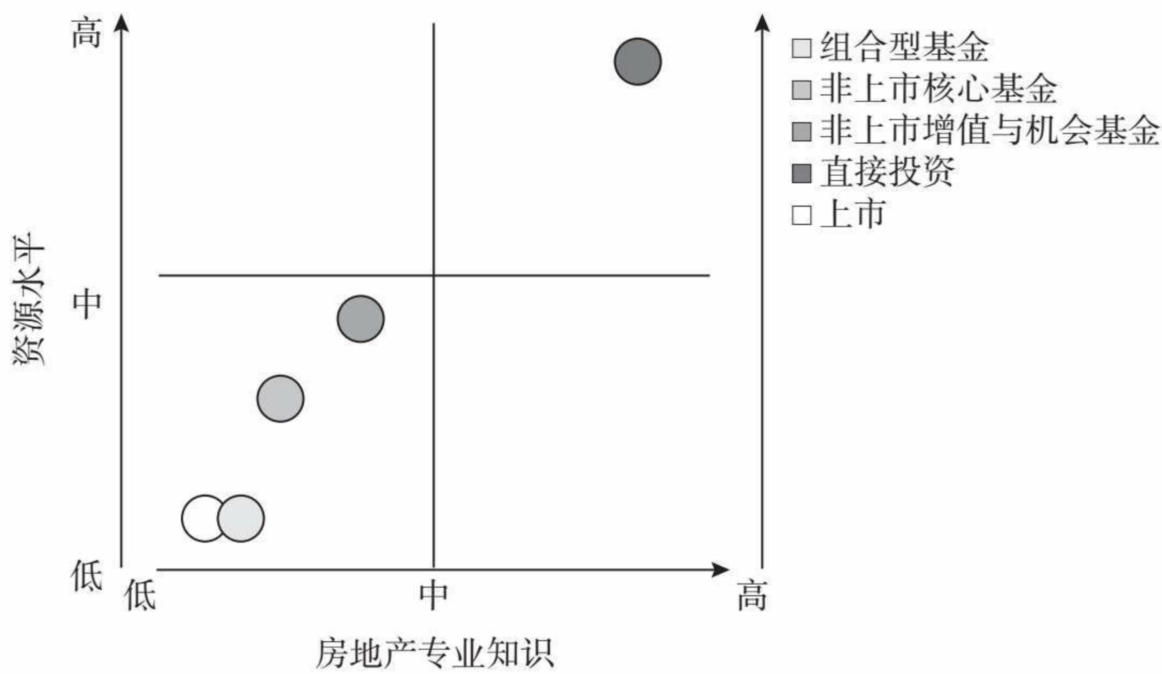


图5.6 房地产投资工具的种类

资料来源：欧洲非上市房地产投资协会（INREV），核心非上市房地产基金投资案例。

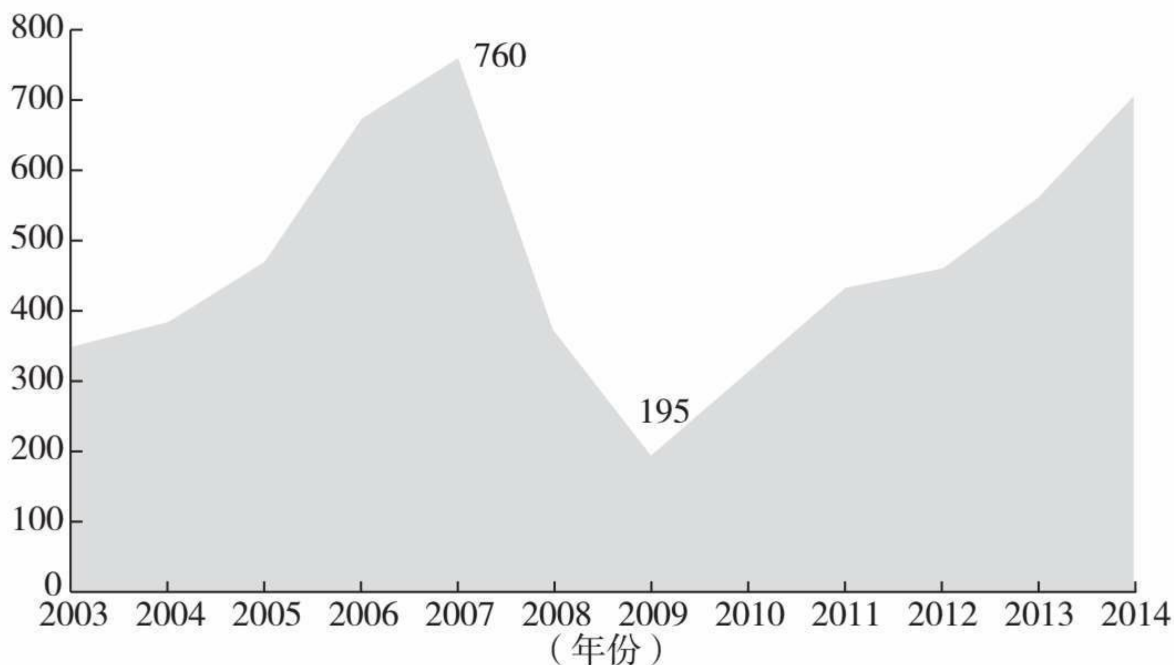


图5.7 私募股权在全球所筹集到的资金总额（单位：10亿美元）

资料来源：普瑞奇有限公司。

亚太地区筹集到的资金总额也呈现出类似的上升趋势，从2008年时的仅30多亿美元，上涨到2014年的近218亿美元（请参见图5.8）。

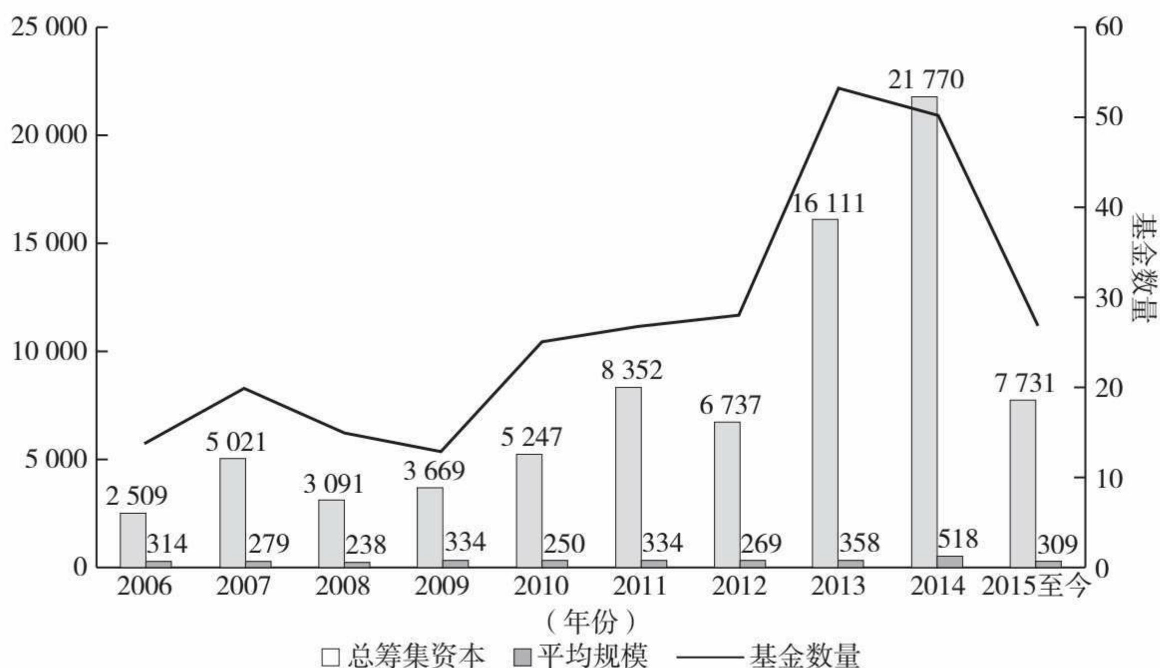


图5.8 亚太地区私募股权基金的增长（单位：百万美元）

资料来源：普瑞奇有限公司。

在这段增长期，新加坡房地产公司也看到了私募基金管理业务作为公共REITs管理业务的扩张潜力。新加坡成立的第一家基金管理机构，是于1994年由美国保诚、仲量联行和新加坡政府投资公司组建的三方合资企业，名称为SEAPAC。此后数年，新加坡推出了更多的基金，包括亚腾、太平星金融、鹏瑞利置地集团、保诚亚太房地产投资和普洛斯。[注]研究机构普瑞奇的报告指出，2003— 2015年期间，虽然新加坡的房地产基金管理公司数量只是从3家增长到6家，但同期所筹集的资金总额却增长了8倍，平均规模翻了两番。鉴于新加坡市场规模有限，大多数基金的投资范围已超越新加坡而以亚洲市场为主。基于新加坡的基金如表5.1所示。

表5.1 基于新加坡的基金

年	基金数量（只）	总筹集资本（10亿美元）	平均规模（百万美元）
2014	7	3. 2	451
2013	8	5. 3	667
2012	9	3. 8	418
2011	4	2. 5	619
2010	8	2. 8	353
2009	5	0. 4	111
2008	9	4. 4	550
2007	13	5	382
2006	6	2. 2	372
2005	5	1. 1	286
2004	2	0. 1	47
2003	3	1	337

资料来源：普瑞奇有限公司。

总结

50年来，新加坡房地产市场已经发展成为世界上最发达和最完善的市场之一。虽然在前30年间，新加坡房地产市场还落后于发达市场，但在随后的20年，尽管仍然存在许多局限和缺陷，新加坡房地产市场却已经迎头赶上发达市场。虽然新加坡房地产业受制于本地市场的局限以及资金的缺乏，但它却充分受益于新加坡强劲的经济增长和公共部门提供的世界级软硬件基础设施的支持，房地产业在面对不断变化的本地和国际环境时，充分展现出了自身的弹性、灵活性和适应性。

早年间，与那些较发达市场一样，由于缺乏本土机构投资者的参与，新加坡的房地产开发商严重缺乏资金。因此，它们推陈出新，依靠销售商业分层地契这种创新形式回笼资金。随着市场的发展，它们又决定通过公司上市引入公共资本，这使得它们能够更长久地持有所开发物业。新加坡房地产行业不仅克服了诸多存在已久的制约因素，而且持续提升建筑设计和建筑工程的品质，时至今日，新加坡已拥有一些能够与世界顶级水平相媲美的建筑物。随着房地产全球化以及房地产与资本市场的一体化，新加坡适应并利用了国际舞台上所发生的这些变革。新加坡的本土机构，如新加坡政府投资公司和淡马锡集团，就是房地产跨境投资者的先锋代表。在本地市场竞争日益激烈之际，新加坡开发商为寻求更好的投资机会，又将业务拓展到了海外市场。在新加坡资本不断实现向外输出的同时，也吸引外资流入国内房地产市场。外国投资者和开发商不仅直接投资实体房地产，还通过新加坡REITs进行间接投资。新加坡REITs市场的成功，再一次见证了私人领域和政府机构的有效合作。前者顺应着房地产与资本市场一体化的国际趋势，进而寻求房地产证券化机会；后者则提供机构支持，从而使这些市场活动得以顺利推进。由于投资者对亚洲房地产的投资兴趣不断增长，再加上新加坡作为亚洲金融中心的地位不断提升，新加坡业已成为基金经理服务全球投资者的区域中心。

在过去的50年里，新加坡克服了重重困难，从一个毫不起眼的第三世界港口城市，华丽变身为一座拥有世界上最发达及完善的房地产市场的现代国际大都市，希望新加坡能够一如既往，直面未来的新型挑战。

---

1. 资料来源：NCREIF（2011），“Nuts and Bolts of Institutional Real Estate”。
2. 资料来源：Peter Scott（1996），The Property Masters: A History of the British Commercial Property Sector，London: E & FN Spon。
3. 资料来源：Monica Keneley（2004），“Adaptation and Change in the Australia Life Insurance Industry: An Historical Perspective”，Accounting，Business & Financial History，Volume14，No. 1，March 2004，pp. 91-109，at pg. 102。
4. 资料来源：Monica Keneley（2004），“Adaptation and Change in the Australia Life Insurance Industry: An Historical Perspective”，Accounting，Business & Financial History，Volume14，No. 1，March 2004，pp. 91-109，at pg. 102。
5. 资料来源：URA，“Redevelopment of Golden Shoe”，Skyline August 2002，History SG，http://eresources. nlb. gov. sg /，accessed on 14 May 2015。
6. 资料来源：Gretchen Liu（2001），Singapore: A Pictorial History，1819-2000，Psychology Press，at pg. 324。
7. 资料来源：Ray Tyers，revised by Siow Kin Hua（1993），Singapore Then & Now，Landmark Books。
8. 资料来源：Ray Tyers，revised by Siow Kin Hua（1993），Singapore Then & Now，Landmark Books。
9. 资料来源：Wong Tai-Chee and Yap Lian-Ho Adriel（2004），Four Decades of Transformation，Land Use in Singapore，1960-2000，Marshall Cavendish，at pg. 21。
10. 资料来源：Colliers International White Paper“Bright Spot in Singapore Property Market:Strata-titled Office”，March2012。
11. 它们都已在新加坡的马来西亚联合证券交易所上市。
12. 详情见第七章新加坡REITs市场的崛起。
13. 资料来源：Forbes，“Chinese Insurer Buys Waldorf Astoria for a Record $1.95B”，6 October 2014.Source: http: //www.forbes.com/sites /michaelcole/2014 /10 /06 /chinese-insurer-buys-waldorf-astoria-for-a-record-1-95b /，accessedon12November2015。
14. 资料来源：普瑞奇有限公司。
15. 资料来源：普瑞奇有限公司。

16. 资料来源：新加坡统计局。

17. 资料来源：“Ong Beng Seng ropes in Japanese developer”，The Straits Times，12 May 1989，pg. 25;“Ong Beng Seng sells half share in Rubber House，Winchester House，Business Times Singapore，12 May 1989，pg. 3。

18. 资料来源：“Looking Back，Looking Forward”，Opening Address by Mrs Josephine Teo，Minister of State for Finance and Transport at the Investment Management Association of Singapore 16th Annual Conference，26 March 2015。

19. 资料来源：PwC（2014），“Asset Management 2020-A Brave New World”。

20. 资料来源：PwC（2014），“Real Estate 2020: Building the Future”。

21. 资料来源：APREA（2014），“The Increasing Importance of Real Estate in Asian Pension Funds”and APREA（2013），“Asia Pacific Listed Real Estate: A Contextual Performance Analysis”，July 2013。

22. 资料来源：APREA（2014），“The Increasing Importance of Real Estate in Asian Pension Funds”。

23. 资料来源：CBRE（2014），“Shopping Centre Development-The Most Active Cities Globally，Global View Point”，April 2014。

24. 资料来源：Fisher，J. D.，D. M. Geltner，and R. B. Webb.（1994），Value Indices of Commercial Real Estate: A Comparison of Index Construction Methods，Journal of Real Estate Finance and Economics，Volume 9，pp. 137-164。

25. 见第八章房地产债务方面的新加坡经验。

26. 资料来源：NACRIEF，“Nuts and Bolts”conference paper。

27. 资料来源：Joseph T. L. Ooi，Graeme Newell and Sing Tien Foo（2006），“The Growth of REIT Markets in Asia”，Journal of Real Estate Literature，Volume 14 No.2，pp.203-222。

28. 第七章具体介绍了新加坡REITs市场的发展。

29. CDL H-Trust、腾飞房产投资信托、腾飞酒店信托、雅诗阁公寓信托、第一房地产投资信托、吉宝房地产信托、星狮商产信托、华联商业房地产投资信托、百汇生命房地产投资信托和新达信托。

30. 置富产业信托、凯德商用中国信托、丰树大中华商业信托、最善房地产投资信托、力宝商场印尼零售信托和德国办公房地产投资信托。

31. 资料来源：普瑞奇有限公司。

第六章

新加坡在房地产发展和城市规划方面的经验输出

程天富　余熙明



导言

从20世纪90年代起，新加坡政府开始了区域化战略，并建立了经济成长的“第二只翅膀”。新加坡因受制于其有限的资源和较小的市场规模，因而采用此战略来促进经济增长。此战略意图通过在亚洲区域特别是在那些极其需要专业知识的地区成立新加坡公司开展业务。在房地产方面，这些专业知识包括为城市规划、工业园区发展及乡镇发展和其他基建项目提供咨询服务。这一章将回顾新加坡如何向外提供房地产开发和城市规划方面的专业技能，首先探讨了新加坡经济发展的主要阶段及建立经济成长的“第二只翅膀”的原因，接着讨论了政府间的主要倡议。这些倡议始于20世纪80年代末且仍在进行，它们的实施通常都是由新加坡政联企业和其他跨国企业牵头的。本章也会回顾新加坡开发商的区域化发展和业务扩张，同时也重点介绍了它们在海外的一些大型开发项目和开发活动。

建立经济成长的“第二只翅膀”

自1965年宣布独立后，新加坡的经济便经历了迅速的发展和扩张。较早时以制造业为核心的出口导向型经济活动不仅通过创造就业机会满足了国家利益，更重要的是把与转口贸易密切相连的新加坡经济体转型为工业化的创业型经济体。[注]新加坡的经济发展和资本积累有3个主要特征：因工业化进程而产生对于外国直接投资的高度依赖；政联企业的积极参与；经济体的区域化发展。[注]

首先，在20世纪60年代和70年代，经济发展的初期阶段主要是受大量涌入的外国直接投资所驱动的。由于新加坡在那段时期实施了有益于

外资直接投资的政策，再加上那时的新加坡属于低成本的生产地，许多外国公司将其劳动密集型的制造工厂和生产设施设置在新加坡。到了20世纪70年代中期到80年代，不断上涨的工资和劳工短缺的压力促使政府进行工业转型，政府将出口导向型的生产工业活动转型成资本密集型的工业活动。在20世纪80年代和90年代，知识密集型和科技推动型的投资继续把新加坡推向高增值方向发展。到了21世纪，工业活动将转向创新、创业及研究与发展（研发）方面，这将是推动新加坡经济增长的下一个引擎。[注]

其次，新加坡经济发展局是于1961年创立的政府机构，其任务是吸引外国直接投资和塑造新加坡经济增长。政府亦通过其法定机构在提供良好的基础设施方面发挥关键作用，这些基础设施包括公路、电力、交通和通信，这为外国公司在新加坡设立制造和生产设施创造了有利的环境。政府还成立了诸如裕廊集团和建屋发展局的法定机构。这些法定机构为企业和其雇员提供工业空间和住房，而它们在特定的角色和职能方面被赋予了自主权。在金融和监管框架方面，政府成立了新加坡金管局，拥有中央银行般的实权，责任是监督和规管新加坡的金融服务业。新加坡星展银行则于1968年成立，目的是支持在新加坡早年工业化时期的工业金融活动。星展银行如今已成为亚洲最大的银行之一，其业务遍布许多城市。新加坡政府已投资并设立了许多国有企业，或者像星展银行这样的政联企业，其目的在于协助特定行业或领域提升竞争力，以促进其增长。[注]两家最大的公开上市并且与政府投资机构（淡马锡控股）有联系的房地产公司分别是凯德集团和吉宝置业。[注]

新加坡经济的最后一个主要特征在1985年经济衰退之后浮现。政府成立了经济委员会（Economic Committee），该委员会建议将区域化战略作为国家经济增长的新引擎。海外投资和区域化进程在吴作栋先生于1990年当选为新加坡第二任总理后便开始加速。R2000（新加坡区域化2000）计划制定了国家经济腾飞的“第二只翅膀”的战略。[注]新加坡政府意识到小型市场的有限资源对于经济发展的限制，因此制订R2000计

划，这是国家为驻新加坡企业实现规模经济而推行的计划。[注]成立于1983年的新加坡贸易发展局（TDB）负责发展具有全球竞争力的新加坡公司。它在2002年重组，并更名为新加坡国际企业发展局（IE Singapore）。

新加坡政府通过积极促进各种政府间的合作项目，在区域化发展中发挥了领导作用。1989年，当时的副总理吴作栋先生提出“SIJORI增长三角”[新加坡-柔佛-廖内（Singapore-Johore-Riau）]的开发模式，它构建起了新加坡、马来西亚（柔佛）和印度尼西亚（廖内群岛）三国间的合作机制。此开发模式主要建立在优势互补的设想下，目的是利用3个国家不同的优势，加强区域性劳工与技术分工。[注]政府间项目随后扩张至中国、印度和越南等，为这些正处于快速城市化阶段的亚洲国家提供城市和乡镇发展的专业技术。

许多政府间项目都具有高风险，它们的回本期也较长，尤其是那些涉及工业园区和市镇发展的项目。因此，政府设立由政联企业和外国国有企业组成的联营企业来筹集资本、汇集经营技能及分担风险。作为新加坡式建筑物，工业园区和市镇开发项目被推销给跨国公司，这些开发项目都以可靠、高效和良好的规划而闻名，而它们也为这些跨国公司提供了在这些新市场开拓商机的跳板。

新加坡为区域化发展所付出的努力已见成效，其海外投资在20年间已经增长了近14倍（见图6.1），从1994年的383.7亿新元上涨至2013年的5 316.9亿新元。海外房地产与建筑的投资总额在同一时期从29.7亿新元增长至464.6亿新元。如图6.2所示，根据2013年按投资领域计算的海外投资总额，金融和保险服务是最大的对外投资领域，占对外投资总值的45.96%，紧随其后的是制造业，占对外投资总额的20.68%，而房地产与建筑投资总额之和为2013年的第三大海外投资，约占对外投资总额的8.74%。

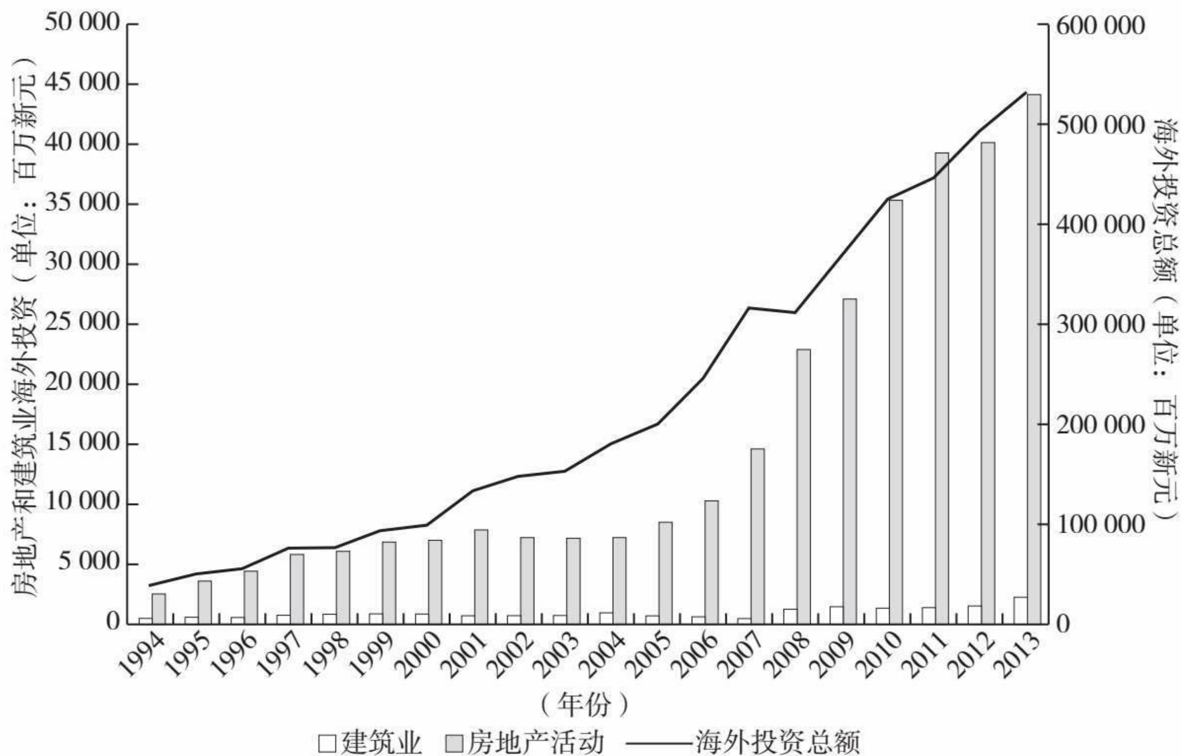


图6.1 1994—2013年新加坡海外投资总额（单位：百万新元）

资料来源：新加坡统计局。

主要的政府间合作项目

新加坡的土地规模限制是向外提供项目开发专业知识的主要原因之一。在20世纪80年代末，新加坡经历了经济结构转型，从劳动密集型制造业转向以科技为核心的产业，而土地成为经济转型的一个关键条件。受到土地规模的限制，新加坡无法满足各行业的发展，也难以继续扩展其经济增长空间。负责推进经济增长和促进投资的经济发展局开始关注那些拥有更广阔的土地的周边国家。这促成了早期的其中一项海外投资项目——巴淡岛（Batam Island）工业园区（虽然并不远）的开发。这帮助新加坡创造了额外的产业和经济增长空间。它使得经济发展局能继

续推进投资活动以及寻找投资机会，同时还可以选择将土地密集型行业置于印度尼西亚。由于两国相隔不远，被置于印度尼西亚的企业仍会与新加坡紧密相连，也能借助新加坡的基础设施在国际贸易和金融领域发展。此次进军海外的初步成功开启了在民丹岛（Bintan Island）的开发，而后是在吉里汶（Karimun）的开发，及在印度尼西亚廖内群岛等地区的开发，而东道国也很乐意接受新加坡的帮助并欢迎其到此来进行这些开发项目。此外，新加坡以北的邻国——马来西亚也有许多待开发的土地，这促进了名为“SIJORI增长三角”伙伴关系的建立。多年来，柔佛在这一伙伴关系下只有缓慢的发展，而民丹岛和巴淡岛则持续地吸引新加坡企业，尤其是在度假村开发方面的投资。随着新加坡持续地寻求海外发展机会，在第一个政府间合作项目中所汲取的经验将会有所助益。

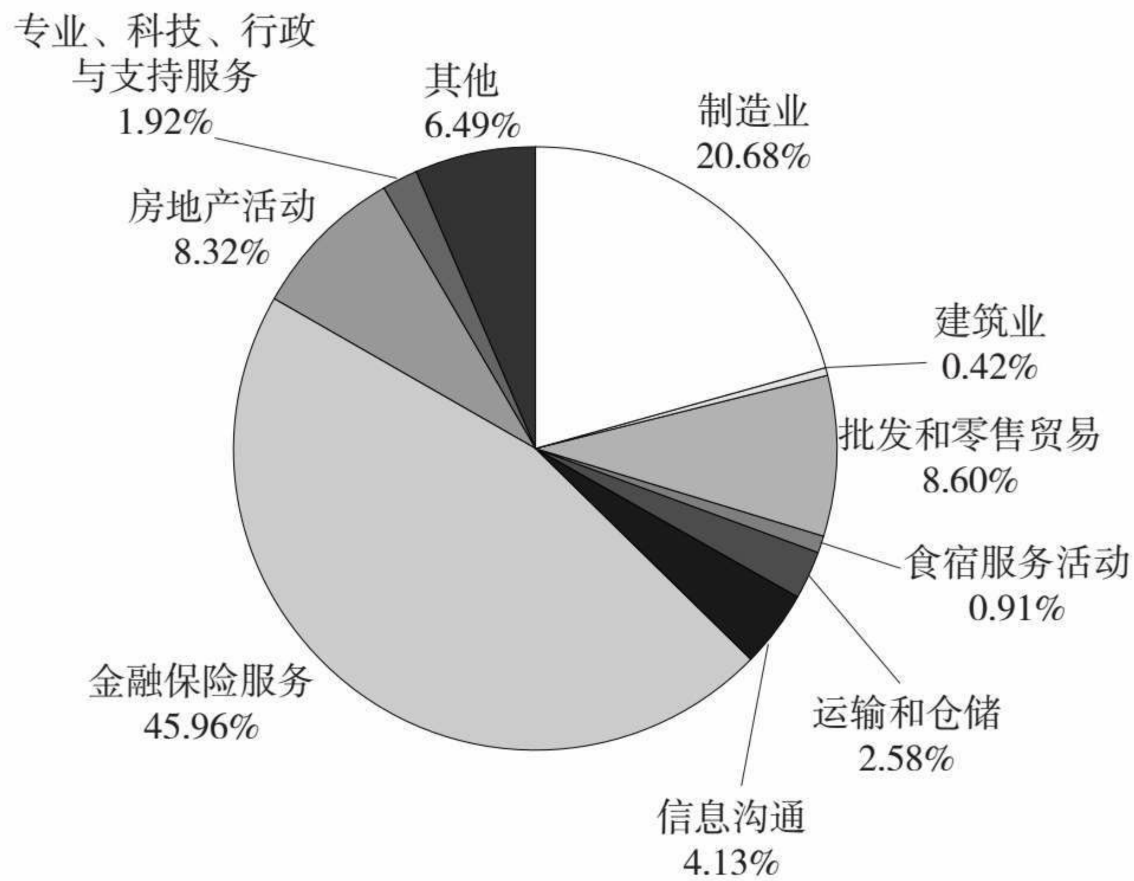


图6.2 按投资领域呈现的新加坡海外投资总额（2013年）

资料来源：新加坡统计局。

下一波的区域化举措始于20世纪90年代，这是当时新加坡政府为建立国家经济腾飞的“第二只翅膀”所制定的战略的一部分。在1990年担任总理的吴作栋先生鼓励新加坡企业和新加坡人到海外探寻商机，特别是针对那些在7小时飞行时间以内皆可到达的海外地区。中国和印度作为亚洲两个最大的发展中国家也处在7小时飞行时间的范围之内，自然为新加坡政府提供了与之合作的最佳机会。新加坡预计，她在工业和经济发展的专业知识对于这些国家的初期发展有所帮助。新加坡和东道国两国可互惠互利，这显然是一个双赢模式。举一个例子，中国当时正经历第一阶段的工业发展及开放经济，需要良好的基础设施以吸引工业投资，还需要招商引资的专业知识来吸引企业到中国发展。1978年，邓小平访新时，认为新加坡可作为中国发展中经济区域，特别是东部沿海和南部的经济特区的良好典范。这随之引发了两国共同开发工业园区的想法，此开发是为了建立一个“社会性基础设施”的转移系统，而社会性基础设施包括城市规划、财政政策和地方治理与管理。在经过多重考虑后，这一地点最终选在了距离上海很近的苏州。

苏州工业园区（Suzhou Industrial Park）成立于1994年，是中国政府和新加坡政府的第一个主要的政府间合作项目。虽然它被称为一个工业园区，但是由于两国想要创立一个让各企业既能提供就业机会且员工又能居住在附近的可持续发展模式，因此此合作项目还包括市镇发展。这个模式属于工作-生活-娱乐的概念，但这个概念在苏州工业园区发展时期却还没有被完全确立起来。如同大多数的合作伙伴关系一样，这个合作项目也出现了一些岔子，但项目的最终建成并且成功从新加坡手上移交给当地政府意味着此项目是一个成功的政府间项目。新加坡在城市规划、市镇管理，甚至当地监管方面都留下了印记，这意味着这种专业知识可以被转移并复制。伴随着苏州工业园区的成功，新加坡政府和中国政府决定在2008年天津生态城的开发中再度合作。双方将在城市规划、环境保护、资源保护、水资源和废物管理及可持续发展等领域共享专业知识和经验。由两国副总理共同主持的联合协调理事会（Joint Steering

Council）负责规划开发项目的战略方向。此外，由新加坡国家发展部和中华人民共和国住房和城乡建设部共同主持且由双方高级代表组成的联合工作委员会（Joint Working Committee），将一同监督此生态城开发项目的实施以及关键里程碑的实现。

政府间项目的成功已经使得中国的省政府与新加坡政府或新加坡企业共同制定了不少新的合作项目。这些新的项目包括广州的知识城项目和吉林的中新吉林食品区。此外，第三个政府间项目也正在讨论中，此项目旨在帮助中国西部的发展。

除了中国，印度也为新加坡提供了营销其规划和开发的专业知识的机会。虽然重点仍然是在政府间层面上专业知识的共享，但是两国存在着一些差异。像新加坡一样，印度曾经受英国殖民统治，因此两国都以英语为共同的商业语言，法律体系也有诸多相似之处。然而，不同于中国，印度市场在很大程度上都是被私人领域所驱动的。因此，尽管合作初期只存在着两国政府间的联系，但是班加罗尔国际科技园开发项目中的第一个项目却是由印度的企业巨头塔塔集团带头与新加坡腾飞共同实行的。这也意味着苏州工业园区和班加罗尔国际科技园两个项目的规模也不尽相同——苏州工业园区是一个市镇开发项目，而班加罗尔国际科技园是一个综合开发项目，即密度较高且规模较小的混合开发项目。两者相比较，前者就像是新加坡的裕廊集团，而后者就像是科技园（虽说也提供住房）。这些差异也为后者那与前者相比显得较为低调的宣传模式做出了解释。然而，后者的成功建成同样激发了诸如海得拉巴（Hyderabad）和金奈（Chennai）等其他城市的兴趣。新加坡腾飞随后在这些以及印度其他城市开发了信息技术园。最近，印度的州政府也向新加坡政府寻求在城市总体规划和其他基础设施开发项目方面的帮助，例如为安得拉邦（Andhra Pradesh）南部一座新首都的规划工作。

通过政联企业发挥带头作用

以上所述的政府间项目，主要是由政府机构或政联企业负责实施和运营的。例如在巴淡岛工业园区的开发中，裕廊集团借助从裕廊工业区总体规划中所得的经验，成了巴淡岛工业园区总体规划的主要参与者之一。而身为政联企业的森巴旺集团则与裕廊集团合作，一同实施此开发项目。

同样，裕廊集团在两国共有的联营企业——中新苏州工业园区开发公司（China-Singapore Suzhou Industrial Park Development Company）成立之前就参与到了苏州工业园的初步开发中。在最初的数年间，新加坡企业拥有65%的多数股权，但是到了2001年，中国企业则占有多数股权。苏州工业园区的发展和运营是由一个联合协调理事会总体负责的。在天津生态城开发项目方面，政府成立了6个工作级别小组委员会来负责生态城的公共住房、水资源管理、城市规划与交通、环境管理、经济促进和社会发展等事宜。这6个委员会是由来自新加坡各个机构的政府官员和来自天津生态城管理委员会（Eco-City Administrative Committee）的中国官员组成的。参与到天津生态城开发项目的新加坡政府机构包括市区重建局、建屋发展局、新加坡建设局、国家环境局、公用事业局、陆路交通局和新加坡国际企业发展局。在私人领域层面，由一个新加坡企业和一个中国企业各以50%的联营企业股权而构成的中新天津生态城投资开发有限公司（Sino-Singapore Tianjin Eco-City Investment and Development Co. Ltd.）是此项目的主体开发商。此外，它也承担了生态城经济促进的任务。正是因为项目是在私人领域执行的，这有助于确保它的商业可行性，并增强其可推广性。新加坡企业由政联企业吉宝置业领导，而中国企业则由天津泰达投资控股有限公司领导。应注意的是，苏州工业园区开发项目和天津生态城开发项目都是大型工程，这些工程需要庞大的财政承担及长期的酝酿阶段；正因如此，这些开发项目需要政府的大力支持及例如政联企业这种具有一定规模的企业的领导。两国间接下来的开发项目，例如广州知识城（Guangzhou Knowledge City），都是由私人企业所领导的，但仍得到了政府的支持；实际上，广州知识城将会在不远的将来升级为国家级的战略性项

目。这个项目始于2010年，占地面积为123平方公里，旨在发展知识型产业及吸引高科技和独具创意的初创企业。这个项目是由广州开发区管理委员会和淡马锡的附属公司——星桥国际共同拥有的联营企业。

在印度的政府间合作项目却有些不同，它们主要是由私人企业拥有及经营的。虽然裕廊集团、新加坡的建筑与规划顾问公司（RSP）以及新加坡的建筑公司（L&M）都参与了班加罗尔国际科技园项目的初步阶段，但是裕廊集团的子公司腾飞集团最终成为主体开发商。由于塔塔集团在班加罗尔拥有一些土地，它成了此项目主要的印度合作方。鉴于印度在IT方面的领先优势，两国政府才同意实行班加罗尔国际科技园项目，此项目由印度政府和塔塔集团提供土地，而腾飞集团提供专业技术。虽然此项目得到了政府的支持，但是这个由私人企业主导的合作项目却在确保例如公路和水电这类基础设施的建设时，因官僚体制而遇上了诸多难题。为了克服这些问题，腾飞集团决定建造自己的发电厂。事实证明，这一举措是至关重要的，因为IT的运营需要不间断的电源供应，而印度的公共发电厂并非如此可靠。此外，它们也决定在工业园区内提供住房，以减少员工在通勤上所花费的时间。这些决定再加上在确保工业园区得到妥善的后续维护方面所做出的努力已被证明是班加罗尔国际科技园成功运作的重要因素。班加罗尔的成功也使得印度其他城市向腾飞集团发出邀请，以在这些城市实施类似的开发项目。

腾飞集团最终将IT和商业园区开发活动扩展至其他亚洲国家，包括菲律宾、泰国、越南、韩国、日本，甚至澳大利亚。它进军新市场的这一举措首先是为了平衡因投资分布过度集中于发展中国家而招致的风险。因此，为了拥有一个风险更加平衡的投资组合，腾飞集团认为需要加紧将业务扩展至更多诸如韩国和日本这些发达国家。

驱动开发商区域化发展的动机

“地点，地点，地点”，是一个房地产市场的黄金法则，它意指房地产是一个地方性产业，对当地文化与购房者的偏好的了解对于房地产来说相当重要。一份针对美国投资房的研究证据表明，来自外地的购房者因为对当地的房地产市场状况了解有误，造成他们对当地市场定错价位，从而推高了当地房价。[注]由于房地产投资具有地方性和本土偏好这两种特质，一些学者认为房地产是“城里唯一的游戏”。在那些只有少数公共企业的城市，每户家庭更有可能在住家附近购入第二套（用于投资的）房屋。“城里唯一的游戏”的需求导致房价与租金比例在这些拥有较少投资选择的城市节节上升。[注]

住房市场的家居性质赋予了当地开发商比较优势，因为它们不仅能直接获取当地市场的信息并且更好地了解本地买家的偏好，还可以通过在当地的实体存在轻易地为公司建立信誉。因此，由几家开发商垄断控制的本地市场是十分常见的，这些开发商都高度集中于本地市场并且占有庞大的市场份额。举一个例子，在新加坡非有地私人住宅市场中，前十大开发商在1995—2009年期间控制了市场上76.04%的新建公寓供应。[注]鉴于它们在当地市场上的实体存在以及在提供优质房屋方面有着卓著的业绩，诸如城市发展、远东机构、凯德集团、星狮地产、吉宝置业等大型本地开发商能够建立主场优势来对抗外国开发商。在其他的本地市场中也存在着一些知名开发商，比如中国内地的万科企业股份有限公司、恒大地产集团有限公司、保利房地产（集团）股份有限公司、大连万达集团股份有限公司；[注]中国香港的新鸿基地产（Sun Hung Kai Properties）、长江实业、恒基兆业地产有限公司（Henderson Land Development）和新世界发展有限公司（New World Development）。然而，在房地产市场上类似于电脑软件业的“微软”和“苹果”，以及饮品业的“可口可乐”和“百事可乐”等企业并不常见。

知识的匮乏、新市场的高风险和有限的资源是有可能阻止房地产开发商走出本地市场的障碍，甚至还有另一些推拉因素也激发了这些开发商在它们的主场以外的市场展翅翱翔。较小规模的国内市场是一个“推

动”因素，它驱使许多新加坡开发商向外发展。另外，风险分散和效率边界的扩大是一个“拉动”因素，它激励开发商在新加坡以外的地域寻找新商机。这些拉动因素也许与标准教科书里所提倡的“不要把所有鸡蛋都放在同一个篮子里”这一句至理名言的寓意一致。然而，在截然不同的房地产市场推行分散型发展战略并不像人们想象得那么简单。除非开发商能够在国外市场得到比在国内市场还要高的风险调整后收益，否则为了分散化而分散化或是为了克服市场大小的约束而推行分散型发展策略是毫无意义的。

此外，经济方面和商业利益方面的考量也是开发商将其业务拓展到国外市场的潜在驱动力。在外国市场复制实体产业并不困难。然而，开发商可在新市场上通过输送和复制既有的开发概念来创造与众不同的地产。凯德集团的来福士品牌是一个以综合体概念为首的品牌，它就是其中一个新型开发概念在中国多个主要城市被成功复制的案例（见案例6.1）。

案例6.1 凯德集团在中国的来福士品牌

1986年-新加坡来福士城

新加坡来福士城竣工于1986年，它建于来福士学院旧址，并且紧邻具有历史意义的来福士酒店。这个独具标志性的建筑物是由世界知名建筑师贝聿铭设计的，它被构想成一个集零售空间、商用空间、酒店和会展中心为一体的“城中之城”。这个综合性开发项目包含了一座73层楼高的史丹佛瑞士酒店（Swiss.tel The Stamford），这座酒店在建成时是世界上最高的酒店，一座28层楼高的新加坡费尔蒙酒店（Fairmont Singapore），一座42层楼高的办公楼——来福士城大厦（Raffles City Tower），以及一座7层楼高、由来福士购物中心和来福士会展中心组成的塔楼。来福士会展中心在1986年开幕时是新加坡首座会展中心。

来福士购物中心与政府大厦地铁站（City Hall MRT）和环线上

的滨海中心地铁站（Esplanade MRT）直接连接。2006年3月19日，这座新加坡综合性来福士城以21亿新元的价格被出售给了凯德集团旗下的两家REITs——凯德商务产业信托和凯德商用新加坡信托，它们以60%：40%的股权比例联合拥有新加坡来福士城。[注]

将来福士城的品牌带入中国

1986年新加坡来福士城开发项目这一成功的开发模式得到了凯德集团的认可，凯德集团既是开发者，也是拥有者和管理者。这一开发概念在中国的几座主要城市的开发项目中被采用并复制。凯德集团认为来福士城的品牌“是一系列独具典范性的综合性地标项目的代名词”。[注]“城”这个词代表着每个开发项目必居优越的地理位置，同时也代表着它们都具有多元功能的“城中之城”概念。“城中之城”的开发项目集购物中心、甲级办公楼、服务公寓、高级住宅和五星级酒店等多元功能为一体。每座来福士建筑均出自世界知名大师的手笔，它们不仅创造了城市地标，更是城市化进程的重要符号。

2004年，坐落于上海浦西区第一座上海来福士广场正式开幕，它位于上海人民广场对面。这是凯德集团首次将来福士品牌带入中国。上海来福士广场包括一个4万平方米的大型购物中心，及一座高200米、总面积达8.7万平方米的甲级优质办公楼。在这之后，凯德集团还在一些主要城市，如北京、宁波、成都、杭州、深圳、常宁和重庆，建设了另外7个来福士开发项目（见表6.1）。位于中国的这8座建筑物的总开发面积超过310万平方米，建成后总价值约120亿新元。

倘若开发商能够在其他国家的开发项目中采用专业技术，规模经济可以缩短学习曲线、加快技术采用生命周期及降低成本。显然，日本和韩国的大型建筑公司借助技术优势来激励自己走向国际化。这些大型建筑公司包括日本的清水建设株式会社、大成建设（Taisei）、大林组（Obayashi）和鹿岛建设株式会社（Kajima）及韩国的三星

（Samsung）、现代（Hyundai）和大宇（Daewoo）。然而对于开发商来说，走出国门的动机与吸引机构投资者的资金这一需要息息相关，因为这些机构投资者更有可能将资金投入那些具有全球规模和多元化投资组合的企业。此外，规模优势也有助于开发商吸引人才、增强管理能力与专业知识。在如物流和酒店这样的地产业务中，开发商在不同的国家进行投资以扩大房地产投资组合，这对于创建必要的网络效应来说是具有战略意义的。凯德集团的雅诗阁公寓和城市发展的M&C酒店是其中两个实例，这说明国际化战略对于业务运营来说是何等重要。

如若开发商对它们在海外的投资理解有误，则将承担极高的风险。因此，朝向区域化发展的开发商需要清晰的视野、刚劲自强的企业精神和敢于冒险的心态。如此一来，它们才能跨出在国内市场的舒适区，并在世界舞台上占据一席之地。此外，拥有持久的续航力也是至关重要的。

表6.1 凯德集团在中国的来福士建筑

排序	建筑名称	现状/预计竣工年份	地点	总楼面面积（平方米）	组成部分	建筑师
1	上海来福士	2004	上海黄埔区	139 593	甲级办公楼和购物中心	巴马丹拿集团（P & T Group）
2	北京来福士	2009	北京东城区	110 996	甲级办公楼、购物中心、服务公寓	史蒂芬·平博理（Stephen Pimbley）
3	成都来福士	2012	成都武侯区	240 928	甲级办公楼、服务公寓、购物中心、高级住宅	斯蒂文·霍尔（Steven Holl）
4	宁波来福士	2012	宁波江北区	101 254	甲级办公楼、购物中心、住宅	史蒂芬·平博理
5	杭州来福士	2015	杭州潜江新城	300 894	甲级办公楼、购物中心、服务公寓、五星级酒店、小型办公/居家办公（SOHO）	尤恩工作室
6	深圳来福士	2016	深圳南山区	402 000	甲级办公楼、购物中心、服务公寓，住宅、小型办公/居家办公（SOHO）	贝诺伊（Benoy）
7	常宁来福士	2017	上海常宁区	360 000	甲级办公楼、购物中心	巴马丹拿集团
8	重庆来福士	2018	重庆渝州区	1 130 000	甲级办公楼、购物中心、五星级酒店、服务公寓、住宅	摩西·萨夫迪

资料来源：http：//www. rafflescity. com. cn/en/about. aspx。

开发技能、管理和技术都是可以被移植的，但市场知识却需要通过学习来获取。那些愿意将自身融入当地市场的外国开发商往往会更成功。为避免开发商在海外投资失误，因此，对当地文化的了解和对当地商业模式的适应显得尤为重要。在一次采访中，新加坡远东机构总裁黄

志达先生描述了融入中国香港当地生活的重要性："……我的哥哥（黄志祥）和他的家人在中国香港通过家族企业——信和集团（Sino Group）从事房地产生意。他们在过去的40年里都在中国香港生活，因此他们对当地市场和中国香港购房者的文化都了如指掌。随着时间的推移，他们都已经渐渐本土化。"

此外，半心半意地实施区域化战略并不能帮助开发商在国外市场成功地开疆拓土。它们应该对此提出更高的要求，并且将公司内外最优秀的人才汇聚在新市场的开发上。凯德集团的前主席兼总裁廖文良先生对凯德集团的区域化战略做出评论时说道："……我们一直都只外派最杰出的人才来管理和领导我们在海外的业务，这是凯德集团向海外成功扩张的重要成因。外派最杰出人才这一理念取自新加坡航空公司。然而，除了自身的资质与能力，必须注意到的是，外派人才在东道国应该具有双语和双文化的能力，这样才能在海外有着出色的表现。经验告诉我们，只具备双语能力是不够的。"[注]

新加坡开发商的去向

进入新市场需要支出大量的资金；向海外发展也会承担较高的风险。倘若业务处理不当，可能会对开发商的财务状况造成重大影响。由于受到了资源有限的限制，一些开发商首先会在国内市场打下坚实的根基，随后再进军新市场，这种发展战略并非罕见。然而，远东机构是少数同时在国内市场和新的国外市场（即中国香港）拓展业务的开发商之一。

远东机构是第一个将房地产业务拓展到中国香港的新加坡本土开发商。1970年，创始人黄廷方先生看到了改造中国香港尖沙咀东部（Tsim Sha Tsui East）地区的发展潜力，于是他便抢占先机，收购在红磡湾

（Hung Hom Bay）周边经填海所得的滨海地段。远东机构于1980年建成它在中国香港的第一栋商用建筑——尖沙咀中心（Tsim Sha Tsui Centre），它也是信和集团总部的所在地。信和集团已成为中国香港最大的开发商之一，它的房地产业务是由3个公开上市的公司和其他私人公司管理的（见案例6.2）。远东转向中国香港房地产市场发展“是受到我父亲的影响（已故黄廷方先生）。他对新加坡充满信心。但是，因为新加坡的市场规模小，他因此选择中国香港作为拓展业务的好地方。中国香港是一个由华人主导的市场，也是一个他了解的市场。它像新加坡一样拥有英国式的规划、较高的密度而且还具有大面积的内陆地区。”黄志达先生讲述了为何他已故的父亲黄廷方先生决定在20世纪70年代进入中国香港市场。㊟

案例6.2 进驻中国香港——信和置业（Sino Land）

在1970年，远东机构的创始人黄廷方先生通过一家中国香港公司“基立地产投资有限公司”（Cherith Land Investment Co. Ltd.）㊟建立了信和集团，并且着手从事中国香港的房地产业务。信和集团旗下的公司包括3家公开上市的公司，即尖沙咀置业集团有限公司（Tsim Sha Tsui Properties Limited）、信和置业有限公司和信和酒店（集团）有限公司 [Sino Hotels（Holdings）Limited]，以及其他由黄氏家族持有的私人公司。1972年尖沙咀置业集团有限公司在香港证券交易所上市；而信和置业于1981年上市。信和置业在1995年被列入恒生指数（Hang Seng Index）成分股。

信和置业是最早期有助于将尖沙咀东区从一个荒凉的滨海地区改造成一个生机勃勃的零售和商业中心的房地产开发商之一。尖沙咀东区是早期的红磡海湾冲刷出来的一片土地。1980年，信和置业建成了尖沙咀中心。这是它在尖沙咀东区的首座建筑，而尖沙咀东区就是昔日被填平的红磡湾。尖沙咀中心是区内重要的办公楼兼购

物商场，它坐落在尖沙咀、尖沙咀东和海底隧道（Cross Harbour Tunnel）附近，而且是信和置业的总部大厦。被好几家五星级酒店环绕着，尖沙咀中心的尖东美食里（Alfresco Lane）占尽广阔迷人的维港景色，在这里同时也能够享受到极其舒适的高级用餐体验。

在20世纪80年代及以后，尽管世人在那段时期对中国香港回归后的未来存疑，黄先生依然通过他的信和置业继续在中国香港房地产市场进行投资。经过超过40年在中国香港房地产开发的各个方面的积极参与，信和置业跃居为中国香港第三大房地产开发商。它拥有相当多的商用和办公地产，成了中国香港最大的业主之一。

中国香港信和置业的一些开发项目概况如表6.2所示（列表并未详尽）。

表6.2 中国香港信和置业的部分开发项目

住宅开发项目	商业开发项目
帝峰·皇殿（The Hermitage）、银湖·天峰（Lake Silver）、御龙山（The Palazzo）、一号银海（One SilverSea）、毕架山峰（Mount Beacon）、万景峰（Vision City）、御凯（The Dynasty）、三湾（Three Bays）、鲍恩瞭望台（Bowen’s Lookout）、蔚蓝湾畔（Residence Oasis）、蓝湾半岛（Island Resort）、海天峰（Sky Horizon）、帝景峰（Dynasty Heights）、香港黄金海岸（Hong Kong Gold Coast）、宝马山花园（Pacific Palisades）和梅道一号（The Mayfair）	中环广场（Central Plaza）、中央广场（The Centrium）、信和广场（Sino Plaza）、奥海城（Olympian City）、屯门市广场（tmt-plaza）、荃新天地（Citywalk）、中港城（China Hong Kong City）、国际交易中心（Exchange Tower）、宏天广场（Skyline Tower）和尖沙咀中心

资料来源：摘自2010年远东机构出版的50周年纪念本《地标》。

在远东机构最初进军海外市场后，市场连续出现了两波区域化现象。新加坡房地产公司在20世纪90年代和21世纪初这段时期，将房地产业务拓展到海外市场。在20世纪80年代末和90年代，政府采取积极主动

的举措并且通过各种政府间合作项目来建立经济腾飞的“第二只翅膀”。政府让政联企业，比如森巴旺集团、吉宝置业、腾飞集团等与外国同行的国有企业一同成立联合企业，而这些联合企业主要都参与了大型的市镇项目（见本章第3和第4小节）。政府通过此举措，敞开了向海外发展的大门。

在这段时间，另外两个开发商——丰隆集团 /城市发展和凯德集团并没有依赖于政府所建立的“翅膀”，却在海外进行了大规模的扩张。丰隆集团 /城市发展于1971年在新加坡合乐路（Havelock Road）进行了第一项酒店收购——国王酒店（King’s Hotel），自此以后便开始从事酒店业务。1985年经济衰退之后，它通过于1986年对乌节大酒店（Orchard Hotel）的收购，开始将房地产业务分散化。从那之后，它通过一系列在新加坡以外的酒店收购活动，迅速发展了它的酒店投资组合。1989年，它的城市发展国际酒店有限公司（CDL Hotels International Limited）在香港证券交易所上市，并且筹集到了更多的资金以推动业务的扩张。1996年，城市发展国际酒店有限公司旗下的附属子公司——M&C——在伦敦证券交易所上市。M&C在短短的时间内便已发展成为世界上最大的酒店拥有者和经营者之一，它在24个国家拥有并经营多达150座酒店，有超过36 000间客房（见案例6.3）。[注]

案例6.3 城市发展对M&C的收购

城市发展在1986年收购乌节大酒店后便开始进军酒店地产投资。它通过大量收购酒店扩大了酒店的资产组合，所收购的酒店包括台北君悦（Grand Hyatt Taipei）和其他在马来西亚、中国香港和菲律宾的酒店。1989年，城市发展有限公司的执行总裁郭令明先生将城市酒店国际有限公司在香港证券交易所公开上市，以筹集更多资金来进一步扩展酒店的资产组合。城市发展的这个酒店投资公司在美国和欧洲收购了很多知名的酒店，包括伦敦的格洛斯特酒店（Gloucester）和贝利酒店（Bailey）、纽约的千禧希尔顿酒店

（Millennium Hilton）和时代广场的迈克罗威酒店［现在的千禧百老汇酒店（Millennium Broadway）］。

1992年，城市发展开始收购新西兰的几家酒店，最终将集团发展成新西兰最大的连锁酒店。1995年，城市发展与沙特阿拉伯王子阿勒瓦利德（Al-Walled）合作，购买了位于纽约第五大道世界著名的广场酒店（Plaza Hotel）。同年，郭先生对国敦（Cop-thorne）连锁酒店及在英国、德国和法国的酒店的收购事宜进行协商，这促成了城市发展新国际品牌——千禧酒店及度假村集团（Millennium Hotel and Resorts）的成功发布。1996年，城市酒店有限公司的子公司——M&C成为首个由新加坡控制、并在伦敦证券交易所上市的公司。

集团公司仍在继续扩张。1999年，M&C收购了五星级的首尔希尔顿酒店（Seoul Hilton）（现在的首尔希尔顿千禧酒店Millennium Seoul Hilton）和美国的17家富豪（Regal）连锁酒店，包括位于拉斯维加斯著名的比尔特莫酒店（Biltmore Hotel）、位于芝加哥的尼克博克酒店（Knickerbocker）和位于波士顿的波士顿酒店（Bostonian）。M&C从1989年仅有6套小型而稳定的物业，到如今发展成为世界最大的酒店集团之一。从纽约到拉斯维加斯，伦敦到巴黎，迪拜到多哈、中国香港、新加坡、中国内地等地，千禧国敦在20个国家的主要城市拥有、管理和经营了超过110家酒店。

郭先生的商业成就斐然，他在由《财经时报》和敦豪（DHL）全球快递公司推出的新加坡商业奖中获颁“年度最杰出商人”的奖项。

信息摘录于城市发展50周年纪念本
——《难以磨灭的印象》

凯德集团通过1994年在上海成立的全资附属子公司凯德中国（CapitaLand China）开始涉足中国市场。在中国，它已经发展成为领先的外国开发商之一。集团将其核心业务集中于商业综合体、购物商

场、服务式公寓、办公楼、住宅单位和房地产资金管理。凯德中国在中国一共经营了7只房地产基金。凯德集团前任董事长兼总裁，并且曾在凯德中国担任了9年总裁职务的林明彦先生，分享了他在中国业务的建立过程中所获得的经验："市场对我们在（2000年）合并之后向海外拓展业务的策略持怀疑的态度。[注]当我在2000年被外派到上海来成立并领导凯德在中国的业务时，人们对我们仍然感到陌生。业务成立初期的确面临诸多挑战，但是我们依然不断努力，为公司建立信任与信心。如今，我们成了全中国公认最大的外资房地产开发商之一，在中国的投资总额高达207亿新元（截至2015年6月30日）。"[注]

第三波房地产区域化现象主要发生在21世纪初。一些政联企业利用REITs这一投资工具来对外国商用地产进行大规模的收购。这些商业资产包括仓库、物流地产、酒店、服务型公寓、购物商场、办公楼和工业地产。他们还通过跨境REITs将外国资产引进新加坡。雅诗阁公寓信托、腾飞印度信托（Ascendas India Trust）、腾飞酒店信托、凯德商用中国信托、丰树物流信托（Mapletree Logistic Trust）和丰树大中华信托（Mapletree Greater China Trust），这些信托基金都是投资并且拥有跨境资产的新加坡REITs。[注]

2015年2月，裕廊集团和淡马锡以49∶51的合作结构将4家政联企业进行合并，这4家企业包括裕廊集团的腾飞集团和裕廊国际控股（JIH），以及淡马锡的盛邦（Surbana）和星桥（Singbridge）。[注]这4家企业早已在各区域的城镇规划和工业规划与开发方面取得了骄人的成绩。完成合并的企业由两个单位组成，它们分别是负责资产投资和资产置存的星桥腾飞（Ascendas-Singbridge），及提供建筑和工程服务的盛裕控股（Surbana-JIH）。这家总值约50亿新元的综合性企业创建了一个崭新的平台，以便让它们能在区域内与其他企业抗衡，同时也能承接区域内大型且复杂的城市开发项目。这将成为新加坡企业向外提供城镇规划的专业知识与经验的新型模式。

结论

本章回顾了新加坡企业将房地产开发专业知识向外提供给其他在区域范围内国家的过程。由于受到土地规模的限制，区域化策略被大量采用。在20世纪80年代末，国家经济从劳动密集型制造业转型成为以科技为核心的产业，而土地成为经济转型的一个关键条件。由于土地资源的匮乏，新加坡采用区域化发展策略，在区域范围内的国家设立新加坡企业，并以开展业务来建立经济的“第二只翅膀”。在过去的30年里，不管是对小型企业，或是对中型企业而言，向海外扩张已逐渐成了本地企业发展策略的核心。如今，随着企业日趋国际化，证明了20世纪80年代末和90年代初为区域化所做出的努力的确有助于新加坡为经济持续增长明确方向。3个重要的成功因素如下：

首先，政府和私人领域间的合作伙伴关系被视作成功的根本原因。早期的政府间合作项目有助于新加坡企业在区域范围内的国家建立根基，特别是在中国和印度这两个国家。新加坡企业在国外的根基也因为政联公司在与当地企业创建联营企业时发挥了领导作用而被进一步加强。由新加坡政府领导的海外工业园区开发项目如表6.3所示。

其次，新加坡独有的专业知识，以及区域内发展中国家对这些专业知识的需求，有助于构建一个成功的合作框架。新加坡城市景观的迅速变化主要归功于自独立以来妥善的规划与管理系统。这个“社会性基础设施”，尤其是在城市规划、开发和管理知识方面，对于那些正处在初期发展阶段的城市来说是极有帮助的。这种知识转让在政府层面特别受欢迎。

表6.3 由新加坡政府领导的海外工业园区发展项目

国家	工业园区名称	项目推出年份	地点	面积（公顷）	开发商	新加坡企业	外国合作商	序号
印度尼西亚	峇淡印都工业园（Batamindo Industrial Park）	1990	巴淡岛	320	格兰特投资（Gallant Venture）	胜科城镇发展（Sembcorp Development）	沙林集团	1
	丹岛工业园区（Bintan Industrial Estate）	1993	民丹岛	270				
印度	班加罗尔国际科技园	1992	班加罗尔	28	信息科技园有限公司（Information Technology Park Ltd.）	腾飞集团	卡纳塔卡工业发展委员会和达达集团［Karnataka Industrial & Areas Development Board（KIADB）and TATA Industries］	3
中国	苏州工业园	1994	苏州	8 000	中新苏州工业园区开发集团股份有限公司（China-Singapore Suzhou Industrial Park Development Group Co.，Ltd.）	新加坡苏州乡镇发展有限公司（Singapore Suzhou Township Development Pte. Ltd.）	苏州工业园区股份有限公司	4
中国	无锡－新加坡工业园	1994	无锡新区	330	无锡－新加坡工业园发展有限公司（Wuxi-Singapore Industrial Park Development Co.，Ltd.）	胜科城镇发展（Sembcorp Development）	无锡新区经济发展集团总公司	5
	天津生态城	2007	天津滨海新区	3 000	中新天津生态城投资开发有限公司	吉宝置业	天津泰达投资控股有限公司	6
	南京生态高科技岛	2009	江苏省南京市江心洲	1 500	中新南京生态科技岛开发有限公司（Sino-Singapore Nanjing Eco Hi-Tech Island Development Co.）	新加坡智能生态岛开发有限公司（胜科、仁恒和盛裕）［Singapore Intelligent Eco Island Development（Sembcorp，Yanlord and Surbana）］	南京江岛投资发展有限公司	2

国家	工业园区名称	项目推出年份	地点	面积（公顷）	开发商	新加坡企业	外国合作商	序号
中国	四川高新技术创新园	2012	成都天府新城	1 000	中新（成都）创新科技园开发有限公司［Sino-Singapore（Chengdu）Innovation Park Development Co.，Ltd.（SSCIP）］	星桥集团（Singbridge Holdings）和胜科城镇发展	成都高新投资集团有限公司	7
	吉林食品区	2013	长春和吉林之间	5 700	中新吉林食品区开发管理有限公司［Sino-Singapore Jilin Food Zone Development and Management Co.，Ltd.（JVMC）］	星桥集团	吉林市政府	8
	广州知识城	2014	广州东北部	6 000	中新广州知识城投资开发有限公司（Sino-Singapore Guangzhou Knowledge City Investment and Development Co.，Ltd.）	星桥集团	广州开发区管理委员会（GDD）	9
越南	平阳省越南新加坡工业园 I［Vietnam Singapore Industrial Park（VSIP）Binh Duong I］	1996	平阳省顺安区（Thuan An District，Binh Duong Province）	500	越南新加坡工业园	胜科城镇发展、三菱商事亚洲发展和 KPM 越南投资（Sembcorp Development，Mitsubishi Corporation Development Asia and KPM Vietnam Investment）	平阳工业投资发展总公司（Becamex IDC Corporation）	10
	平阳省越南新加坡工业园 II（VS-IP Binh Duong II）	2006	平阳省新平阳镇（New Binh Duong Township，Binh Duong Province）	2 045				
	北宁省越南新加坡工业园（VSIP Bac Ninh）	2007	北宁省（Bac Ninh Province）	700				
	海防市越南新加坡工业园（VSIP Hai Phong）	2010	海防（Hai Phong City）	1 600				
	广义省越南新加坡工业园（VSIP Quang Ngai）	2013	广义省（Quang Ngai Province）	915				
	海阳省越南新加坡工业园（VSIP Hai Duong）	2015	海阳省锦江区（Cam Giang District，Hai Duong Province）	150				

国家	工业园区名称	项目推出年份	地点	面积（公顷）	开发商	新加坡企业	外国合作商	序号
越南	义安省越南新加坡工业园（VSIP Nghe An）	2015	义安省洪阮区（Hung Nguyen District，Nghe An Province）	750				

资料来源：1. http：//www. gallantventure. com/wbn/slot/u307/gallantventure. com. sg/www/history. htm。
2. http：//www. sembcorp. com/en/src/docx/usrdocx/Facts&Figures2014English. pdf。
3. http：//www. itpbangalore. com/。
4. http：//www. sipac. gov. cn/english/。
5. http：//www. wsip. com. cn/English/WSIPIntroduction/359. html。
6. http：//www. tianjinecocity. gov. sg/bg_ intro. htm。
7. http：//www. sscip. com. cn/en/。
8. http：//www. ssjfz. com/。
9. http：//www. ssgkc. com/。
10. http：//www. vsip. com. vn/about－vsip/company－backgound. html。

最后是对国家之间不同文化、社会和政治环境的了解。虽然新加坡是一个以华人为主的多元种族社会，但是在与中国人做生意的过程中，还是能够看出双方的不同之处，因此，新加坡企业需要顾及这样的差异。同样，马来西亚人、印度尼西亚人和印度人看问题的角度也不同于中国人，因此与他们合作的时候也需要了解这些差异。随着这些国家的经济逐渐增长，与之合作的模式也需要不断变化，以保持其可持续性。

---

1. 资料来源：Chia，S. Y.（1997），“Singapore: Advance production base and smart hub of the electronic industry. ”In W. Dobson and S. Y. Chia（Eds.），Multinationals and East Asian Integration，Canada: IDRC，pp 31-61。
2. 资料来源：Yeung，Henry Wai-chung，“Regulating Investment Abroad: The Political Economy of the Regionalization of Singapore Firms，”Antipode 31: 3，1999，pp 245-273。
3. 资料来源：History of Singapore’s Economic Development（Source: https://www. edb. gov. sg /content /edb /en /about-edb /company-information /our-history. html）。
4. 根据Huff（1995），新加坡政府于1983年向58个不同类型的公司投入29亿新元的资金。[资料来源：Huff，W. G.（1995），“The developmental state，government，and Singapore’s economic development since 1960. ”World Development，23: 1421-1438]一些政联企业已显著成长为横跨不同地区和国家的企业巨头，例如星展银行、吉宝企业、新加坡电信（新电信）、森巴旺集团及其他。
5. 凯德集团是新加坡交易所的上市公司；吉宝置业直到2015年5月18日也是上市公司，其母公司吉宝企业通过自愿无条件现金收购退市将其私有化。
6. 资料来源：Yeoh，Caroline，Koh，Chee Sin and Cai，Jialing

Charmaine（2004），“Singapore’s Regionalization Blueprint: A Case of Strategic Management，State Enterprise Network and Selective Intervention，”working paper of Singapore Management University。

7. 资料来源：Ministry of Finance（1993），Final Report of the Committee to Promote Enterprise Overseas，Singapore: SNP Publishers。

8. 资料来源：Ho，K. C.（1994），Industrial restructuring，the Singapore city-state，andthe regional division of labour. Environment and Planning A，25: 47-62。

9. 资料来源：Chinco，Alex and Mayer，Chris（2015），“Misinformed speculators and mispricingin the housing market，”Working paper，University of Illinois Urbana-Champaign，College of Business。

10. 资料来源：Choi，Hyun-Soo，Hong，Harrison，Kubik，Jeffrey D.，and Tompson，Jeffrey P.，（2013），“When Real Estate is the Only Game in Town，”Working paper，Singapore Management University。

11. 见本书第三章（资料来源：Coulson，N. E.，Dong，Z. and Sing，T. F.（2015），“Esti-mating Hedonic Cost Functions: Case of Singapore’s Private Residential Property Markets，”Working Paper，National University of Singapore，Institute of Real Estate Studies）。

12. 资料来源：Lu Na，“Top 10 Property Developers in China in 2013，”April 3，2013，China. org. cn. http:// www. china. org. cn/top10/2013-04/03/content _ 28429461 _9. htm。

13. 资料来源：Fiona Chan，“CapitaLand’s Reits buy Raffles City in $2.1b deal Capita-Commercial will take a 60% stake while CapitaMall will hold the remaining 40%，”The Straits Times，20 March 2006。

14. 资料来源：凯德集团的来福士品牌网站：http: //inside.capitaland.com /spaces /city /859-replicating-the-raffles-city-dna和http:// www. rafflescity. com. cn/en /about. aspx。

15. 资料来源：Liew Mun Leong，（2011）“Building People，Training CEOs，”Building People 2: Sunday Email from a CEO，John Wiley & Sons（Asia）Pte Ltd，pp288。

16. 2015年1月22日，远东机构的首席执行官黄志达先生在远东购物中心的办公室里接受编辑团队（程天富和杨美莲）的采访。

17. 基立地产投资有限公司于1971年1月5日在中国香港注册成立。它随后在1981年1月16日更名为信和置业有限公司（Sino Land Company Limited），并在1981年同年上市。

18. 资料来源：Ann Williams，“Kwek Leng Beng receives lifetime achievement award from hotel industry gathering，”The Straits Times，Oct 15，2015。

19. 百腾置地和发展置地在2000年合并。见本书第三章案例3.1。

20. 资料来源：Kalpana Rashiwala，“Shaping the skyline here and overseas，”Property

2015，The Business Times，October 22，2015，page 2。

21. 详情见本书第七章新加坡的REITs。

22. 资料来源：Wong Wei Han，“Temasek，JTC give official blessing to merger of subsidiaries，”The Straits Times，Feb 16，2015。

第七章

新加坡REITs市场的崛起

程天富



REITs的历史和演变

REITs诞生在美国，于1960年由美国国会批准成立，其目的是为散户投资者提供一个间接获取商业房地产收益的投资渠道。最早的3只REITs是：温思罗普房地产信托［Winthrop Realty Trust，前身为第一联合地产股权及抵押贷款投资公司（First Union Real Estate Equity and Mortgage Investments）］、宾夕法尼亚房地产投资信托基金（Pennsylvania REIT）及华盛顿房地产投资信托基金（Washington REIT），它们分别成立于1960年和1961年，目前仍然在纽约证券交易所（New York Stock Exchange）表现活跃。㊟澳大利亚的REITs，在2008年3月以前一直被称为上市房地产信托基金（Lis-ted Property Trust，简称LPT）。澳大利亚的第一只LPT是大众房产信托（General Property Trust，简称GPT），于1971年成立（请参见案例7.1）。

案例7.1 澳大利亚REITs的崛起

[特别鸣谢亚太房地产协会首席执行官毕韦德（Peter Verwer）给予本案例的帮助]

澳大利亚REITs的演化过程经历了几个不同的阶段，其中的许多阶段都与亚洲持续推进的REITs进程遥相呼应：

早期的REITs

鉴于澳大利亚早期采用的是英国普通法系信托基金原则，单位信托基金就成为澳大利亚投资环境中一个经久不衰的投资工具。1956年，澳大利亚高级法院确认“单位信托基金有资格享受重大的税收优惠”。按照当前的术语来说，这可被解释为“税务中立”，也就是说，股东有权拥有不动产资产及其所产生收入的所有权权益。1959年，在该法院裁定推动之下，澳大利亚成立了第一只

REIT，即胡克投资公司（Hooker Investment Corporation）的澳大利亚土地信托基金（Australian Lands Trust）。随后，数十只房地产和资源领域的单位信托基金陆续设立起来。

机构投资者和开发商的崛起

自20世纪50年代至60年代这段时期，机构投资者开始关注物业产权及房地产开发，这一趋势是由那些为了寻求更高更多元化投资回报的保险公司引领的。在经历了几番失败的尝试后，保险公司发现房地产是可以被视为替代缺乏吸引力的联邦债券（当时的利率为3.25%）的投资项目，同时也具有对抗不断飙升的通胀的潜在对冲机会，其对冲效果在朝鲜战争爆发后表现得尤其显著。简而言之，保险公司已决定成为更积极的资产管理者。为了应对这些变化，澳大利亚政府取消了对保险公司进行房地产投资的禁令，同时也放宽了规划原则。

与此同时，一些大型开发商也改变了它们的商业模式，开始寻求与机构投资者建立更密切的联系。幕墙建筑和空调系统的出现，让澳大利亚所有的战前建筑物都相形逊色。除此之外，科技的进步也使得规模更大、造价更便宜的建筑物成为可能，这些建筑物创造的规模效益带来了更大的租金收入。澳大利亚新兴的服务经济，又带动了对于办公空间的需求。同期，国家所推行的大型战后移民政策，也推动了大量郊区建筑项目的建设。在这些新兴的郊区中心，配套有很多购物中心，而它们几乎立即成为机构投资级别的资产。

公募REITs的推出——服务于日益壮大的中产阶级

1971年4月，第一只澳大利亚REIT（当时称为LPT）由房地产开发商联盛集团（Lend Lease）属下的资产管理部门GPT推动上市。随即，英国商业银行达令银行（Darling and Co.）也在1972年推出了达令地产基金（Darling Property Fund）。这些上市的投资工具和众多未上市的REITs，满足了澳大利亚新兴的富裕中产阶级对于高收益投资产品的强劲需求。REITs的主要吸引力，是给予投资者在税收方面的优惠。然而，REITs也与股票以及资源领域的信托基金相互竞争。对于REITs的需求时冷时热，其波动通常取决于资源类股票（比

如镍）的最新走势。

令人难以置信的是，到了20世纪70年代末期，房地产竟占据了所有单位信托基金投资配额的约72%，而股票仅占16%，其他投资则为12%。

现代REITs时代——危机的产物

不同于其他国家的REITs市场，澳大利亚并没有制定一套关于REITs的规则。REITs（及其附带的税收优惠）源自英国信托法，并于1936年被纳入澳大利亚的《所得税评估法》。然而，到了20世纪70年代末和80年代初，几只备受瞩目的信托基金的崩盘，迫使市场要求政府制定更为清晰的基本法则。

1985年，澳大利亚政府在《所得税评估法》中加入了第6C章节第IIIA条。第6C章节订立了一条规则，即税务优惠只适用于那些产生和分发租金收入的REITs——这一租金收入被解读为贸易公司的“被动收入”，而非“主动收入”。

之后，上市与非上市信托基金便进入了高速发展期。到了1987年，已经有将近450只信托基金以各式各样的基金名义存在于市场上（管理的基金总额接近520亿澳元）。随后而来的是1987年的股市崩盘、1990年的经济衰退及金融危机。经济增长放缓首先导致了大量投资资金转向非上市房地产，之后投资者出于紧张情绪，试图索回已投出的资金，从而引发了流动性危机。

REITs引发的资金流失，促使澳大利亚政府启动了长达12个月的赎回资金禁令，这打击了投资者对未上市REITs的信心。因此，大多数上市的房地产集团以及很多已走出财务困境的房地产公司，纷纷进行重组并以新公司示人，随后其中大多数都在澳大利亚证券交易所上市。此次市场的混乱也促使政府对企业、投资管理尤其是REITs的现行立法做出了重大改革。同时，这场混乱也强化了澳大利亚证券和投资委员会（ASIC）所需承担的责任。

这一时期陆续推出了《管理投资计划》条例（managed investment scheme）、“责任实体”（responsible entity）司法

解释、澳大利亚独有的合订证券结构及更透明的管治和披露准则。政府新的立法范本，也清楚地阐明了REITs的税务优惠待遇，包括更低的预扣税（withholding taxes）。作为进一步带动REITs发展的政策，澳大利亚政府在1992年推出强制性的公积金计划（superannuation）。现代REITs时代就此正式开启。

增长过程、试验过程和重启过程

这是一组澳大利亚REITs市场20年来发展的统计数据：

. 1996年7月：REITs数量屈指可数，管理的基金总额为100亿澳元。

. 2002年7月：45只REITs，管理的基金总额为420亿澳元。

. 2007年9月（全球金融危机前的鼎盛时期）：70只REITs，管理的基金总额为1 480亿澳元，在5年内增长了253%。

. 2009年3月（全球金融危机后的低谷时期）：66只REITs，管理的基金总额为470亿澳元，与最高点相比下降了68%。

2015年7月，澳大利亚的公募REITs市场拥有不到50只的信托基金，共管理着1 210亿澳元的资产。21世纪初，由开发活动、境外投资以及杠杆效应驱动的高收益投资产品，正日益受到追捧。随着全球金融危机拉开帷幕，这一试验过程宣告终止。

从那时起，澳大利亚的REITs开始进行资本重组并着手稳固现金流。REITs管理公司也开始探索一些实体资产或替代资产的投资领域，其中包括基础设施、养老生活设施、儿童保育设施以及可再生资源。最后，业界和政府制定完成一组新规则，这将为澳大利亚REITs提供一个专属的立法框架，一套经由国家修订的管理投资条例中有关REITs的规则。

REITs在亚洲的历史相对短暂，最早可以追溯到2001年9月在东京股票交易所上市的两只日本REITs，即日本建筑基金（Nippon Building Funds）和日本不动产投资（Japan Real Estate Investment

Corporation）。新加坡原本能比日本更早推出亚洲第一只REIT，但是由于凯德集团在2001年10月发行零售商场REIT——新茂商产信托（SingMall Property Trust）的计划受挫，使得新加坡与亚洲REITs市场的头把交椅失之交臂。这只零售商场REIT随后被重新包装并更名为嘉茂信托（CapitaMall Trust），于2002年7月在新加坡股票交易所成功发行，而嘉茂信托于2015年5月6日再次更名为凯德商用新加坡信托。

2002年，伴随3只CR-REITs（公司重组房地产投资信托基金）成功上市，REITs在韩国开始正式发行。CR-REITs是一种有明确期限的封闭式基金，主要投资在那些面临财务困难并且正在进行债务重组的公司所出售的房地产资产。这3只最早的CR-REITs分别是教保·迈睿思（Kyobo Meritz）、考克瑞1号（KOCREF Ⅰ）和考克瑞3号（KOCREF Ⅲ）。2005年11月，中国香港首只REIT——领展房地产投资信托基金（Link REIT）正式在香港证券交易所上市，并以25亿美元的融资规模成为全世界市值最大的IPO REIT。[注]尽管马来西亚早在1989年就因发行澳大利亚模式的LPT而走在亚洲前列，[注]但是其LPT市场却一直处于停滞状态，投资者对该市场的反应也甚为冷淡。2005年9月，马来西亚政府将LPT重新打造为税收结构更透明的现代型REITs。马来西亚政府还根据伊斯兰教义咨询委员会的指导方针，于2006年8月10日推出第一只伊斯兰REIT——ALAQAR保健信托（Al-Aqar Healthcare REIT）。

中国台湾在2004年3月发行了第一只商业信托——富邦一号房地产投资信托基金（简称富邦一号），融资规模为60亿新台币（约2亿美元）。富邦一号采取封闭式基金的运作形式，其最初的投资组合是由台北富邦人寿办公大楼、富邦中山办公大楼、天母富邦办公大楼及中仑大楼商场这4栋建筑物所组成的。泰国的第一只REIT是CPN商业地产发展基金（CPN Retail Growth Property Fund），于2005年8月11日由曼谷的中央帕坦纳集团（Central Pattana）以共同基金的运营结构成立。2010年10月11日，泰国证券交易委员会通过了新的监管框架，从而为REITs替代原有的房地产基金模式铺平了道路。泰国发行的第一只REIT是Impact

发展房地产投资信托基金（Impact Growth REIT），IPO的融资规模为200亿泰铢（约6.26亿美元），并于2014年10月面向本地投资者发行。

REITs的理念也逐渐受到其他亚洲新兴市场的青睐。2014年8月，印度证券交易委员会（Securities and Exchange Board of India）通过了让REITs在证券交易所上市的方案；同年12月，中国政府初步确定在北京、上海、广州、深圳4个大城市做REITs试点，试点范围初步定于租赁性保障房。

新加坡REITs的崛起

1986年，作为当时振兴低迷的房地产市场战略的一部分，不动产市场咨询委员会提出将REITs引进新加坡的建议。直到13年后，政府才通过新加坡金管局对此提议做出回应。1999年5月14日，也就是在1997年亚洲金融危机两年之后，新加坡金管局颁布了《房地产基金指南》（Guidelines on Property Funds）。然而，这套条例却似乎未能引起新加坡私人开发商的足够兴趣。条例在税收优惠政策上存在含糊之处，这成为制约私人开发商在新加坡发行REITs的主要因素之一。

2001年7月，新加坡国内税务局明确了税收优惠政策，即允许REITs的租金收入免于征税并以股息的方式派发给股东，[注]以此消除了原有税务方面的障碍。2001年11月，凯德集团通过发行第一只REIT——新茂商产信托对市场进行测试，当时这支REIT拥有3家购物中心（碧山第8站、淡滨尼广场、福南科技广场），融资金额为5.3亿新元，是自1993年新加坡电信公司之后规模最大的一次IPO。遗憾的是，来自散户和机构投资者的认购率只有78%，没达到预期的认购率。其发起人凯德集团不得不在2001年11月12日宣布取消那次IPO。2002年7月，新茂商产信托经过重新包装并更名为嘉茂信托后再次申请上市，持有物业未变，仍为

上述3家购物中心，但是发行规模削减为2.13亿股。此次IPO获得来自散户和机构投资者逾5倍的超额认购（请参见案例7.2）。

案例7.2 凯德商用新加坡信托
——首次发行失败的教训

2001年11月，凯德集团试图在新加坡股票交易所公开上市其首只新加坡REIT——新贸商产信托（SingMall Property Trust）。然而，其所发行的5.3亿股当中，只有80%被认购，这使得凯德集团不得不在2001年11月21日放弃这一IPO计划。对于当时的新加坡而言，REITs属于较新的投资产品，缺乏对投资者的教育可能是这只REIT不被广泛接受的原因之一。与此同时，在那段时期，债务融资和股权融资活动都出乎意料地大幅增加，如星展银行配股10.9亿新元、新加坡电信发行15亿新元债券及新加坡航空公司发行4.37亿新元债券等，这都在一定程度上分散了投资者对于新贸商产信托这只未经市场检验过的REIT的注意力。

凯德集团将首次上市失败的新贸商产信托重新包装后更名为嘉茂信托，于2002年7月重新申请上市并取得成功。2015年，嘉茂信托再次被更名为凯德商用新加坡信托。凯德商用新加坡信托和之前的新贸商产信托一样，拥有新加坡的3家大型购物中心——淡滨尼广场、碧山第8站以及福南科技广场（后更名为福南数码生活广场）。2002年6月，这些物业被重新估值，估值为9.3亿新元。与2001年10月的估值相比，增加了3 500万新元（请参见表7.1）。此次IPO共发行7.38亿股，其中只有2.13亿股被分配给了散户投资者及机构投资者，发行规模相对较小。负责本次上市的主承销商预测，发行价将介于每股0.9新元到0.96新元之间。最终，此次IPO获得了5倍的超额认购，而最终每股的发行价为0.96新元。

图7.1为凯德商用新加坡信托最初的基金结构。凯德集团间接全资子公司——嘉茂商用信托管理有限公司（后更名为凯德商用信托

管理公司）被委任为凯德商用新加坡信托的资产管理者，而物业管理工作也被外包给另一家凯德集团的全资子公司——凯德商用产业有限公司。

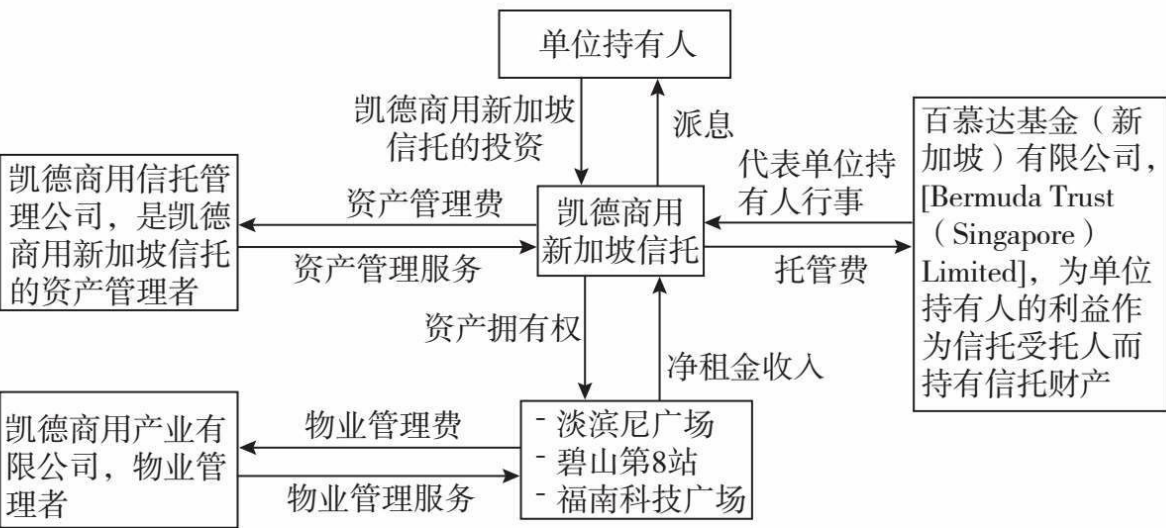


图 7. 1　凯德商用新加坡信托 IPO 基金结构

资料来源：2002 年凯德商用新加坡信托 IPO 说明书。

图7.1 凯德商用新加坡信托IPO基金结构

资料来源：2002年凯德商用新加坡信托IPO说明书。

表7.1 凯德商用新加坡信托的初始投资组合（3家零售商场）

独立估值机构	世邦魏理仕		世邦魏理仕	
估值日期	2001 年 10 月 15 日		2002 年 6 月 1 日	
初始投资组合	可租用面积 平方米	市场价值 （百万新元）	可租用面积 平方米	市场价值 （百万新元）
淡滨尼广场	29 020	409. 00	29 035	438. 00
碧山第 8 站	23 186	295. 00	23 084	301. 00
福南科技广场	23 075	191. 00	23 098	191. 00
合　计	75 281	895. 00	75 217	930. 00

资料来源：2002 年凯德商用新加坡信托 IPO 说明书。

凯德商用新加坡信托重新上市所取得的成功，为新加坡REITs市场的发展奠定了重要基础。由修订过的IPO说明书可见，与首次试图上市时相比，此次凯德商用新加坡信托的发行价更具吸引力，预计约低于资产净值2%，而首次试图上市时的发行价则比资产净值高出

2.7%。本次发行预计回报率介于7.06%到7.73%之间，与之前相比也大有进步。除此之外，作为凯德商用新加坡信托发起人的凯德集团，也在IPO中描述了一个令人信服的增长前景，并对外强调其将为凯德商用新加坡信托注入更多的新资产。在凯德商用新加坡信托IPO中，分派给散户投资者的发行股份规模也大大地削减。事实上，在IPO之前，凯德商用新加坡信托就已将1.82亿股（占总发行量的24.66%）的发行股份分派给基石投资者。从第一次失败的尝试到第二次成功发行，这其中有许多关键的变化，也为其他计划在新加坡上市的REITs提供了宝贵的经验。表7.2总结了两次IPO的不同之处。

表7.2 新贸商产信托和凯德商用新加坡信托IPO的不同之处

	新贸商产信托	凯德商用新加坡信托	
资产净值	719.75①	729.605②	
发行总股数（百万）	740	738	
发行数量（百万）	530	213	
发行价格（新元/单位）	1.00	0.90	0.96
总发行价值（百万新元）	740.00	664.20	708.48
高于（少于）资产净值	2.8%	-9.0%	-2.9%
预计回报率（2002年）	5.75%	7.53%	7.06%
预计回报率（2003年）	6.05%	7.73%	7.25%
管理年费	0.50%～0.70%③	0.25%③	
业绩表现费		2.85%④	
收购费	1.00%⑤	1.00%⑤	
资产转让费	0.50%⑥	0.50%⑥	
基石投资者（单位）	0	182⑦	

注：① 2001年11月16日的声明。
② 2002年4月30日的声明。

③按所储备的不动产价值计算。
④按总收入计算。
⑤按凯德商用新加坡信托支付的购买价格计算。
⑥按所有卖出或转手的不动产的销售价格（扣除共同所有人的利益之后）计算。
⑦ IPO之前持有的股份（百万）（不包括新加坡全国职工总会投资私人有限公司持有的6500万股）：职总平价合作社（NTUC Fairprice Co-operative，6500万）、亚洲房地产投资信托基金［ING REIT Investments（Asia）B. V.，3700万］、BT基金管理公司（BT Funds Management Limited，3000万）及荷兰养老基金（PGGM，5000万）。
资料来源：新贸商产信托IPO说明书（2001）和凯德商用新加坡信托IPO说明书（2002）。

乘着凯德商用新加坡信托IPO取得成功的势头，裕廊集团下属全资子公司腾飞置地（新加坡）私人有限公司［Ascendas Land（Singapore）Pte. Ltd.］与澳大利亚的麦格理嘉民工业地产管理有限公司（Macquarie Goodman Industrial Management Pty. Limited）合作，联合发行了新加坡的第二只REIT——腾飞房产投资信托，其投资组合包括科学园、高科技与轻工业型及为客户量身建造的工业项目等8处地产。腾飞房产投资信托IPO的每股单价为0.88新元，共发行2.725亿股，占总股本的50%，IPO共筹集到2.4亿新元。

2002—2008年，随着大量新成立的REITs陆续进场，新加坡REITs市场经历了一个迅速增长的阶段。2006年，REITs的IPO数量创下了纪录。然而，2007年的次贷危机沉重地打击了REITs上市的积极性，甚至在2009年出现暂时停滞。可喜的是，时隔一年的2010年掀起了REITs上市的第二波高潮，IPO的融资金额在2013年达到顶峰，为390.1亿新元（请参见图7.2）。截至2015年，在新加坡交易所上市的REITs产品共38只，类REITs产品合计10只（其中合订证券和商业信托各5只），总资本募集额度达到703.5亿新元（截至2015年5月）。图7.3显示出截至2015年所有上市REITs的总市值，相应详细资料请参见附录7.1。根据市值计算，新加坡REITs市场规模名列亚洲第二及亚太地区第三，仅次于澳大利亚和日本（请参见图7.4）。

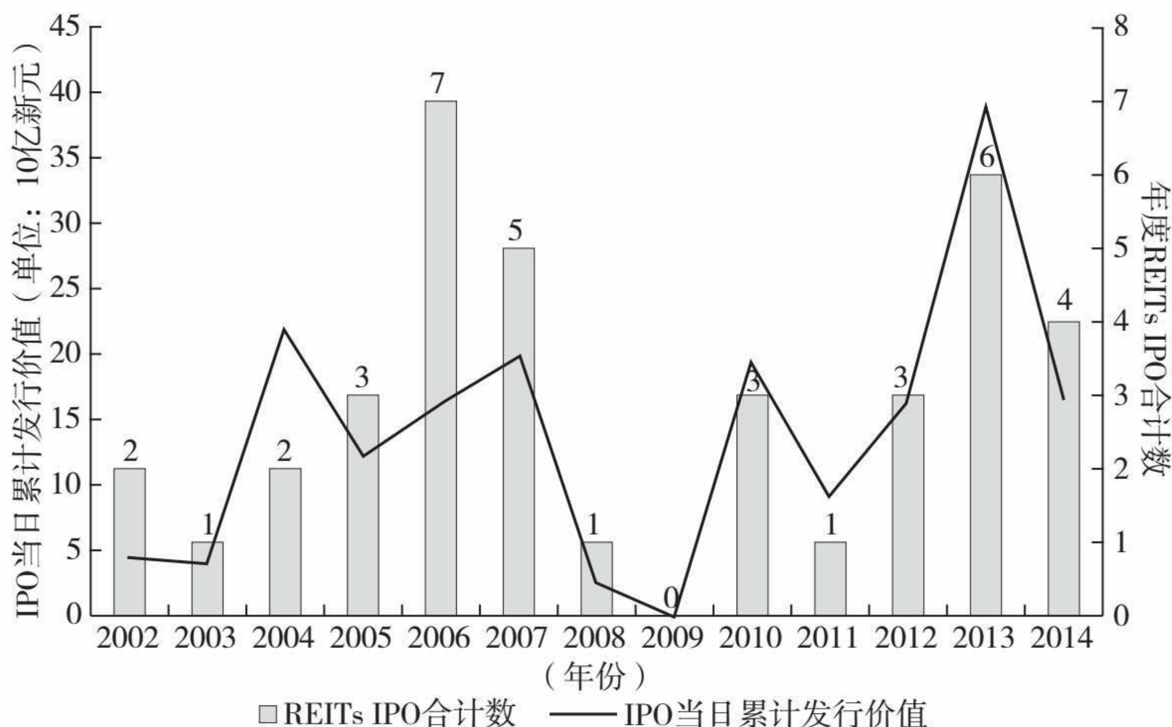


图7.2 新加坡REITs的上市情况（2002—2014年）

资料来源：彭博社。

创建新加坡REITs市场的原因

大多数的亚洲房地产公司都采用传统的重资产营运模式，它们开发并持有商业地产作为长期投资。在1997年的亚洲金融危机之后，很多开发商都面临着严重的流动资金紧缩状况。一方面，银行不愿意向房地产项目提供更多的贷款；另一方面，开发商又无法在楼市低迷时期将庞大的商业地产脱手。当时，亚洲房地产资本市场相对单薄，而机构基金在市场上的表现也不够突出。20世纪90年代末，一些拥有大量商业地产的公司运用创造性的“资产负债表外”（off balance sheet）证券化技术在海外募集资金，从而避免了被迫以低价抛售房地产资产的困境。1998年12

月，位于亚历山大路的东方海皇集团（Neptune Orient Lines）经抵押担保发行了第一只CMBS，共募集资金1.85亿新元。其他开发商也纷纷效仿，陆续发行了由办公楼和购物商场抵押担保的CMBS，以筹集资金并降低资产负债表上的资本负债率。这些房地产项目包括来福士广场（Raffles City Complex）、百得利路6号（Six Battery Road）、乌节路268号（268 Orchard Road）、世纪广场和威士马广场。

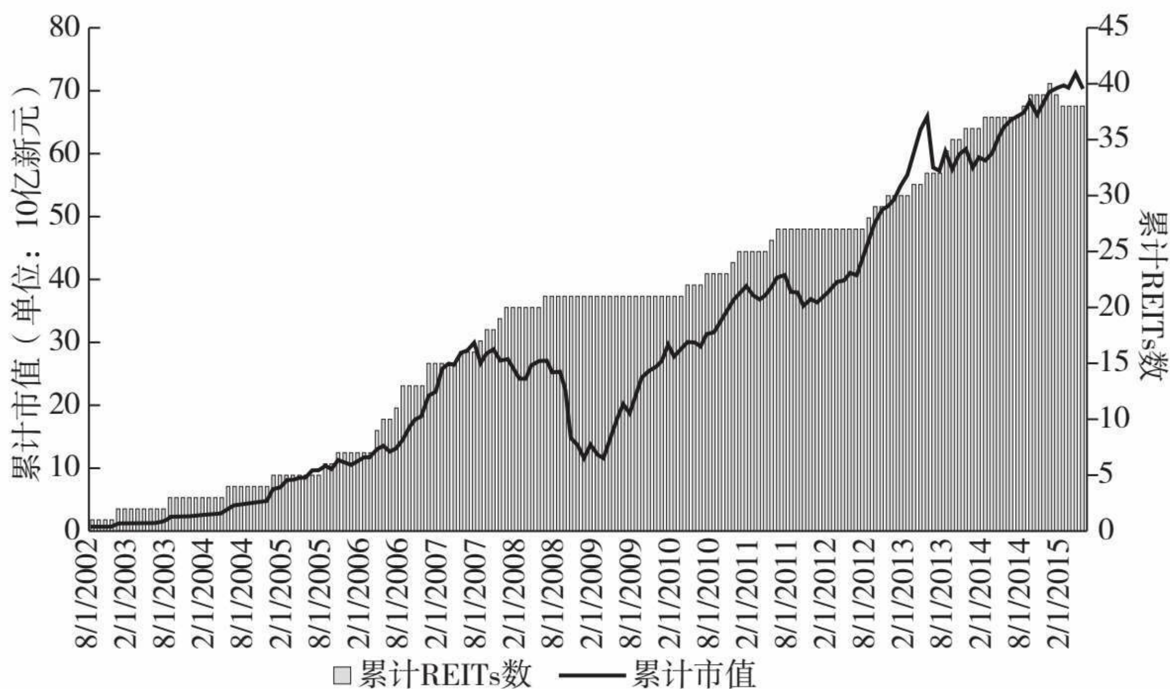


图7.3 新加坡REITs的总市值（2002—2015年）

资料来源：Datastream（数据流）。

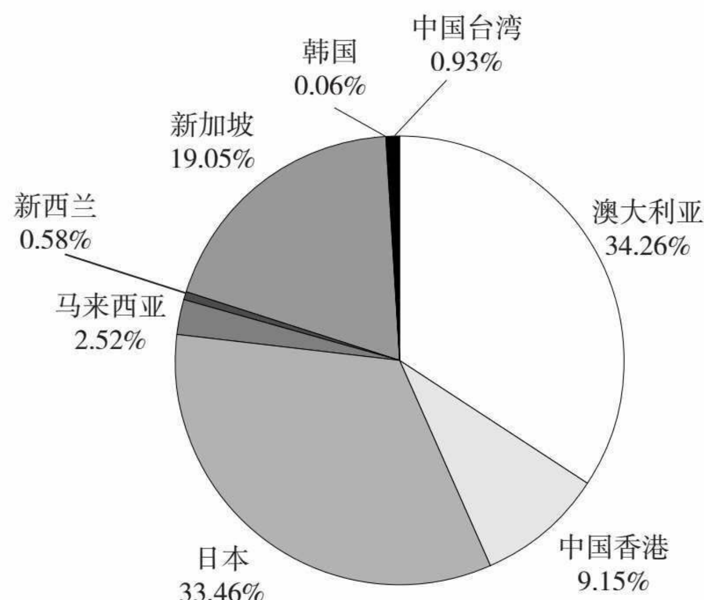


图7.4 2014年亚太地区REITs市场格局（按总市值划分，以美元计算）

注：新加坡REITs包含了34只REITs及合订证券。
资料来源：彭博社。

2000年8月20日，新加坡金管局修改了《资产证券化指南》，对于“资产负债表外”结构做出更为严谨的“真实销售”（clean sale）和“分离”（separation）规定。这一变化大大增加了资产证券化融资的成本，开发商被迫将证券化资产重新划入它们的资产负债表内。2001年，开发商开始探索将REITs作为替代方案，用于释放投资组合中低收益商业地产的账面价值。

嘉茂信托和腾飞投资房地产信托在2002年的成功上市，为更多开发商利用REITs来清理商业地产资产铺平了道路。2003年12月，凯德集团分拆了旗下4栋办公大楼，即资金大厦（Capital Tower）、百得利路6号、星和中心（Star Hub Centre）和罗敏申大楼（Robinson Point），并将34家分别位于武吉士街和奎因街（Queen Street）的商铺连同两座停车场——金鞋停车场（Golden Shoe Car-park）和马吉街停车场（Market Street Carpark）一并打包进第二只REIT——凯德商务产业信托（请参见案例7.3）。注开发商利用REITs这种投资载体来作为一种“退出策略”，以此释放商业地产资产的价值。注通过将流动性相对较低的房地产资产

转变成流动性较高的REITs这种证券化产品，开发商可以在资产负债表“减重”的同时，实现更为灵活高效的轻资产营运模式。通过持有REITs的控股权，㊟开发商可以继续从商业地产中获取稳定的收入来源，同时也能极大地降低在资产负债表中的债务负担。此外，通过为REITs提供房地产基金管理服务，它们也能从中获取稳定的管理收益。传统的实体房地产开发商，诸如凯德集团、丰树产业、星狮地产等，都跻身REITs的行列并积极地拓展房地产金融服务业务。一些第三方资产管理公司也应运而生，如亚腾和太平星集团（Pacific Star Group），为REITs提供独立的房地产资产和基金管理服务。

案例7.3 凯德商务产业信托 ——通过实物分派股权的方式设立

2004年2月6日，凯德商务产业信托通过发起人凯德集团，以削减股本及实物分派股权的方式成立。作为首只将商业地产投入REITs结构的信托基金发起人，凯德集团把60%的发行股份分派给股东，即每拥有1 000股的凯德集团普通股的股东，可免费获得200股的凯德商务产业信托的股权。凯德集团在凯德商务产业信托成立后，把7处商业地产（总股价为20.18亿新元）注入它的投资组合（请参见表7.3）。根据2003年12月31日的估值分析，凯德商务产业信托的资产净值为14.69亿新元，总发行股数为839 117 000，即每股估计为1.75新元。

通过实物分派股权的方式，对于凯德集团及其股东而言是一个双赢的安排。其股东可收到额外的REITs股份，这为他们提供了投资商业地产的间接途径。而这种赠股的举措也为发起人带来了如下利益：

. 实现更均衡的投资组合和收入现金流。

. 提高资本生产率、资产收益率（BOA）和股本回报率（BOE）。

. 通过已被扩大的房地产基金管理平台获得更高的费用收入。

. 市场可能对凯德集团的股价进行重新评估。

表7.3总结了实物分派股权所带来的财务影响。虽然发起人的资产总值减少了8.5%，但息税前利润（EBIT）只下降了5.9%，这是因为发起人通过保有40%的凯德商务产业信托股份，可以继续获得相应的可分配收入。总借贷和净借贷分别下降了6.9%和8.5%，同时赠股的举措也为凯德集团的股东带来了可观的收益，实物分派股权之前，其资产收益率和股本回报率分别为2.62%和1.73%，而之后分别增长到2.65%和1.85%。

表7.3 实物分派股权所带来的财务影响

	实物分派股权之前	实物分派股权之后	变化
损益账户			
息税前利润	5.96 亿新元	5.61 亿新元	-5.9%
少数股东权益和税后利润（PATMI）	1.05 亿新元	0.95 亿新元	-10.2%
每股收益（EPS）（基础）	4.2 分	3.8 分	-9.5%
每股收益（完全稀释）	4.2 分	3.7 分	-11.9%
资产负债表			
资产价值	176 亿新元	161 亿新元	-8.5%
房地产价值	145 亿新元	133 亿新元	-8.3%
已发行股本	25.17 亿新元	25.17 亿新元	0.0%
股份溢价账户	34.29 亿新元	25.39 亿新元	-26.0%
股东资金	60.78 亿新元	51.59 亿新元	-15.1%
有形资产净值（NTA）	60.41 亿新元	51.23 亿新元	-15.2%
每股有形资产净值	2.4 新元	2.04 新元	
总借贷	75.48 亿新元	70.27 亿新元	-6.9%
现金和现金等价物	14.76 亿新元	14.51 亿新元	-1.7%
净借贷	60.72 亿新元	55.77 亿新元	-8.2%
财务比率			
资产收益率	2.62%	2.65%	0.03%
股本回报率	1.73%	1.85%	0.12%
债务股本比	0.75	0.78	0.03
利息覆盖率	3.67	4.02	0.35
付息比率	5.52	5.85	0.33

注：财务比率的变化是按照以实物方式分配之前和之后的差额计算的。

开发商在资产负债表中持有的房地产资产，其售价通常都会远远低于资产净值。㊟通过将那些可提供稳定收入来源的房地产资产从开发商相对多变的开发业务中剥离出来，房地产资产可以得到市场更为公平的定价。通过设立REITs，开发商不仅能够以更低的成本筹得资金，而且可以通过为REITs提供资产管理和物业管理服务赚取额外收益。对于投

资者来说，REITs为它们投资商业地产提供了另一种选择。

新加坡REITs的增长策略

新加坡REITs都采取封闭式基金运作形式，其股价直接由市场决定，因此它们的交易价格可能高于或低于资产净值。由于资产管理费用与资产净值直接挂钩，因此新加坡REITs管理公司必定竭力推进积极主动的增长策略，以期为股东创造价值。REITs管理者通常采用“有机增长”（organic growth）和“动态增长”（dynamic growth）这两种增长策略来扩大基金的投资组合，与此同时，他们还利用债务融资或向现有股东和新投资者进行二次发售的方式增发单位股权，从而促使基金的资产实现规模增长。

REITs管理者通过收购收益递增型的资产来实现动态增长策略，而对于收购新资产来说，市场时机是至关重要的。2003— 2008年这段时期，正值房地产周期的恢复阶段，市场上售价合理的商业及工业地产供应充足，这是由于REITs发起人急于通过资产剥离募集到新资金，而制造商也乐于通过“先卖后租”的方式让自己的资产获取新的营运资金。此外，不断飙升的股价也是推动收购活动的一个重要因素，因为新加坡REITs可以在资本市场上以较低的成本筹集新的资金。新加坡REITs也借此机会通过收购收益递增型的资产，来积极地扩大投资组合。从图7.5可以看到，2002—2008年这段时间，腾飞房产信托在原来只有8个物业的投资组合基础之上增加了78个，收购总价估计为28.6亿新元（请参见案例7.4）。嘉茂信托，即后来的凯德商用新加坡信托，也在同一时期以39.3亿新元的总价收购了11个购物商场，从而扩大了投资组合规模。

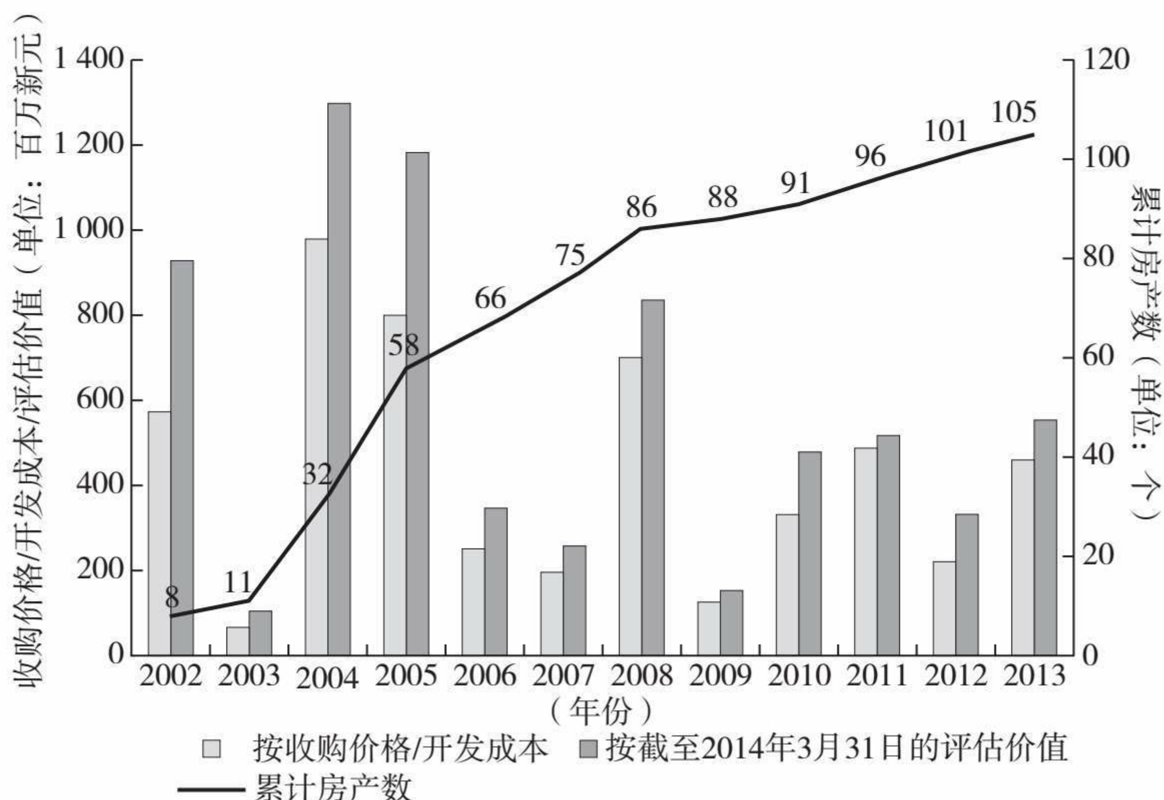


图7.5 腾飞房产投资信托的房地产投资组合增长（2002—2013年）

资料来源：腾飞房产投资信托2013/2014财年年报。

案例7.4 腾飞房产投资信托
——积极的动态增长策略

2002年11月5日，腾飞置地（新加坡）私人有限公司联合澳大利亚的麦格理嘉民工业地产管理有限公司，在新加坡证券交易所首次发行本地第一只商业和工业地产信托基金——腾飞房产投资信托。其IPO发行价介于每股0.83新元到0.88新元之间，共向散户投资者和机构投资者发行了272 500 000单位的股份（尚未行使超额配股权之前），占发行总股数545 000 000的50%。在剩余50%的发行股份中，15%分派给基石投资者，35%分派给发起人。截至2002年11月13日募股结束时，此次公开募股获得来自散户投资者超过5倍的超额认购。

2002年11月19日，腾飞房产投资信托开始在新加坡证券交易所进行交易。按照每股0.88新元的股价上限计算，其在2003财年和2004财年的年度收益预计分别为8.0%和8.2%。

腾飞房产投资信托在IPO时的初始投资组合由8个房地产项目构成，其中有4个项目坐落于新加坡工业园，即阿尔法大厦（The Alpha）、白羊座大厦（The Aries）、摩羯座大厦（The Capricorn）和双子座大厦（The Gemini）。有3个高科技 /轻工业建筑，即位于加基武吉（Kaki Bukit）的科技联（Techlink），位于宏茂桥（Ang Mo Kio）的科技坊（Techplace）I和II，及位于樟宜商业园的一座定制化建筑——霍尼韦尔大厦（Honeywell Building）。这个投资组合最初的估值大约为6.072亿新元（截至2002年8月1日）。腾飞房地产投资信托是由腾飞-麦格理嘉民基金管理有限公司（Ascen-das-MGm Funds Management Limited）管理的，该公司由腾飞置地关联企业——腾飞投资有限公司和澳大利亚的麦格理嘉民工业地产管理有限公司合资组建而成，双方各占基金管理有限公司60%和40%的股份。2008年3月12日，腾飞置地收购了麦格理嘉民工业地产管理有限公司40%的股份，并交由其全资子公司腾飞基金管理（新加坡）有限公司负责管理这只规模最大的工业地产投资信托基金。

截至2014年3月31日，腾飞房产投资信托仍然是新加坡最大的商用空间和工业地产REIT，资产总值达74亿新元。截至2014年3月31日的财年年报显示，其旗下拥有的物业从最初的8个增加到105个，资产总值从6.364亿新元增长到74亿新元，共增长11.6倍（请见表7.4）。

表7.4 腾飞房产投资信托的投资组合规模及财务绩效变化

	2013/2014 财年	2012/2013 财年	2002/2003 财年
物业数量	105	103	8
资产总值（百万新元）	7 400.0	7 000.0	636.4
净出租面积（平方米）	2 376 565	2 262 081	245 179
租户数量（本地和国际公司）	1 300	1 200	300
总收入（百万新元）	613.6	575.8	22.8
净资产收入（NPI，百万新元）	436.0	408.8	16.5
每股派息（DPU，分，扣除绩效费用后）	14.24	13.74	2.78（年化：7.63 分）

注：根据2003年腾飞房产投资信托的财年年度报告，自2002年11月19日IPO到2003年3月31日，合计133天。
资料来源：腾飞房产投资信托2013/2014财年年度报告。

根据腾飞房产投资信托2013/2014财年年度报告中所列出的投资组合，41%的投资组合为商用和科技园地产（包括两座位于中国的商业园地产），其余构成分别为25%的高端工业地产和数据中心、19%的物流和分销中心及15%的轻工业地产。通过收购收益率递增型的资产、采用有机增长策略和对开发项目进行投资，腾飞房产投资信托积极扩大其投资组合。通过并购和开发，腾飞房地产投资信托的投资组合从IPO时的8个物业增加到105个（请参见图7.5），投资组合增长最迅猛的阶段发生在2004年和2005年这段时期，在此期间共发生97宗总价值为18亿新元的并购交易。根据2014年3月31日的估值计算，投资组合中共有105处房地产（包括最初在IPO时的8处地产），总价值约为69.91亿新元。而从IPO到2014年3月，腾飞房产投资信托在收购和开发方面投入的总成本为51.95亿新元。由此，腾飞房产投资信托累计账面资本收益为34.6%。

按照2005年对《房地产基金指南》的修订规定，新加坡REITs可以承揽的开发项目价值不可超过投资组合中资产总值的10%。腾飞房地产投资信托于2006年启动第一个开发项目，该项目是位于淡滨尼的仓储零售地产——阁室霸级店（Courts Megas-tore）。目前已完

成12个开发项目，总开发成本约为9.852亿新元。根据2014年3月31日对其开发项目的重新估值（请参见表7.4），腾飞房地产投资信托已获得3.209亿新元的累计未实现开发收益（占开发成本的32.6%）。腾飞房产投资信托也采用地域多元化战略，先后收购了两处国外的商业园区地产，一处是在2011年从其发起人腾飞集团手中购买的位于中国北京的腾飞科技园（Ascendas Z-link），另一处则是在2013年收购的位于中国上海的腾飞金桥瑞邑（A-REIT City @ Jinqiao）。

新加坡REITs现有投资组合的有机增长策略是通过资产提升计划（asset enhancement initiatives）来实现的，资产提升计划的范围不仅仅局限于修缮现有商业地产的建筑结构及增添新功能，REITs管理者还发掘了一些新方法来提升现有商业地产的收益率。其中一种方法，就是将商业地产的现有建筑物拆除后重建，当然这种方法的成本是高昂的。凯德商用新加坡信托运用这种方法将旗下一间名为裕廊娱乐中心（Jurong Entertainment Centre）的购物商场拆除后重建，新商场更名为裕冰坊，新增了奥运会标准的溜冰场以及宽银幕（IMAX）影院。裕冰坊在2012年建成后，可出租面积相比重建之前增加了一倍，达到21万平方英尺。然而，重建工作可能导致收入现金流的中断，更为稳妥的策略是分阶段推行资产提升计划，如此一来，只有部分收入现金流会出现中断。此外，还有一种方法是通过将低收益或位于非核心地段的商业空间改造成高收益的商业空间，从而实现价值创造。IMM大厦就是通过资产提升计划为股东带来回报的一个成功案例（请参见案例7.5）。

案例7.5 IMM大厦
——通过资产提升计划实现有机增长

REITs管理公司发掘了多种具有创意性的资产提升计划来提高其投资组合中房地产的价值，并为股东带来财富。作为新加坡拥有最大零售空间的业主，凯德商用新加坡信托积极地改进零售商场的购

物环境并提升这些商场对消费者的吸引力，从而在竞争日趋激烈的零售市场保有一席之地。商场资产提升计划的常见策略包括：

.拆除低收益率的商业空间，将其转换成收益率高的商业空间。

.重新配置零售空间以优化空间效率。

.最大限度地利用公共区域，诸如通廊或过道等公用空间，并且将公共设施区域转换成可供租用的空间。

.提升设施品质，增加娱乐和休闲空间，对店面设计给予指导，设计更好的购物者逛街线路，以提升购物中心吸引力。

凯德商用新加坡信托对IMM大厦的收购及资产提升计划

位于新加坡西部的IMM大厦于1991年开业，最初拟用作国际商品贸易市场，交由八佰伴（Yaohan）牵头的财团经营。2000年，IMM大厦进行了大规模的翻修，重新定位为家庭娱乐与时尚生活中心。截至2003年1月31日，IMM大厦已拥有多元化的商户组合，共有535个租户，其中包括3个主要租户——巨人霸级超市（Giant Hypermarket，124 138平方英尺）、电器商店的先锋倍适得电器（Best Denki，27 722平方英尺）及时尚的日本折扣店大创（Daiso，37 590平方英尺）。这些主要租户，外加100多家经营家具和家用电器的专卖店，为这家购物中心在吸引全岛购物者方面实现了差异化竞争特色。

2003年6月26日，凯德商用新加坡信托以2.645亿新元的价格收购了IMM大厦，与2003年2月1日的估值2.8亿新元相比，折价5.5%。此次收购资金来自股权融资及额外借贷。2004年1月30日，凯德商用新加坡信托向裕廊集团支付5 570万新元，作为IMM大厦为期45年租赁期的前期土地溢价，租赁期将于2049年1月22日截止。

至2014年12月31日，IMM大厦的建筑总面积已达1 426 504平方英尺，超过80%的租金收入来自第1、2和3层的零售空间。

该购物中心在2006年投入9 250万新元用于一次大规模的资产提升计划。升级后的IMM大厦在2007年开业，资产提升计划涉及的项目

包括：新建一座两层楼高的附属零售空间，将原露天停车场改建为屋顶景观广场，原位于第5层的仓储空间被转移至第2和第3层，而停车场随之被搬迁至第5层（请参见图7.6）。





图7.6 IMM大厦——资产提升计划前后对比图[注]

这次耗资9 250万新元的资产提升计划于2008年第一季度完成，为第1、2层新增53 700平方英尺的零售空间，创造了每年1 000万新元的净资产收入增值，实现了10.8%的无借贷投资回报。

2012年5月，IMM大厦推出新一轮资产提升计划，旨在重新定位为品牌折扣购物中心（outlet mall）。2013年6月，整体改造一期工程完成，IMM大厦拥有的品牌折扣店从最初的19家增加到55家，成为新加坡最大的品牌折扣购物中心。为进一步增强其作为品牌折扣购物目的地的吸引力，IMM大厦又在2014年6月展开了重新定位后的整体改造二期工程，以招揽更多品牌折扣店的进驻。2016年年初，二期改造工程完成，如今的IMM大厦拥有85家品牌特价店。

动态增长策略和有机增长策略能够产生积极的规模经济效应，使得新加坡REITs可以更加高效地运营，同时也给股东带来更多的回报。[注]2005—2008年这段快速增长阶段就是最好的佐证，在此期间，REITs的价格远远高于资产净值（请参见图7.7）。[注]

小型REITs常常成为收购者的潜在收购目标。[注]并购方式允许通过收购REITs，从而在最短时间内快速扩大投资组合。次贷危机使得小型REITs更容易成为并购目标。2008年，星狮集团以每股0.83新元的价格收购了澳可产业信托（Allco Commercial REIT）17.7%的股份（总股数为1.256亿股），并以1.8亿新元的价格收购了该REITs管理公司的所有股份。[注]收购之后，星狮集团将这只REIT重新命名为星狮商产信托。此外，马来西亚一家名为杨忠礼机构（YTL Corporate Berhad）的企业集团，在2008年10月以2.85亿新元的价格收购了麦格理优质房地产信托基金（Macquarie Prime REIT，简称MP REIT）26%的股份，以及该REITs管理公司（Prime REIT Management Holdings）50%的股份，进而从麦格理银行（Macquarie Bank）手中接管了对MP REIT的控制权。MP REIT拥有位于乌节路的两家优质购物商场（威士玛广场和义安城）的部分股权，其在收购后被重新命名为升禧环球房地产投资信托。第三桩并购是安保资本（AMP Capital）收购了麦卡特库克工业地产信托基金（Macarthur Cook Industrial REIT，简称MI-REIT）16.11%的股份，以及该REITs管理公司和物业管理公司50%的股份。MI-REIT自2009年12月24日起更名为宝泽安保资本工业房地产信托（AIMS-AMP Capital Industrial REIT，简称AA-REIT），并在新加坡证券交易所进行交易。

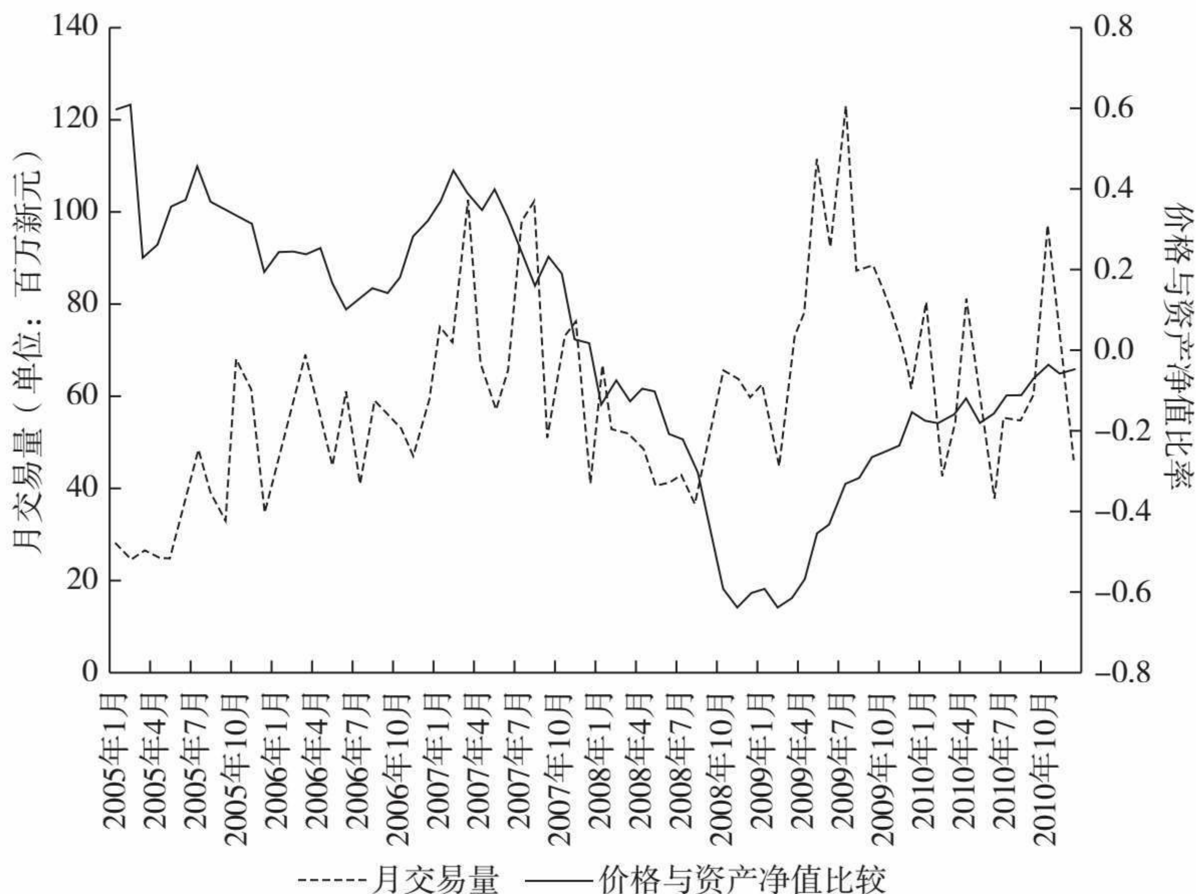


图7.7 样本REITs价格与资产净值比率以及交易量

资料来源：Lee，Sing and Tran（2013）。

《房地产基金指南》

新加坡金管局，也就是事实上的新加坡中央银行，在1999年5月14日颁布了《房地产基金指南》，该指南明确规定了一系列促进新加坡REITs市场建立的基本规则。在这份1999年制定的指南中，金管局宣布房地产基金将不被赋予特殊税收优惠，它们需要和普通公司及信托基金一样按照通行的税收原则纳税。2002年5月23日，金管局根据《证券及

期货法》（第289章）第321条颁布了《集体投资计划准则》（Collective Investment Scheme），而之前颁布的《房地产基金指南》则作为“附录二”被纳入其中。

《集体投资计划准则》旨在规范开放式投资。2002年，当《房地产基金指南》被纳入《集体投资计划准则》附录时，新加坡REITs被赋予两项特殊豁免：其一，根据《集体投资计划准则》，新加坡REITs管理公司无须从金管局领取执照；其二，新加坡REITs无须遵循《新加坡并购法》相关条款。证券业委员会（Se-curity Industry Council）于2007年6月8日将REITs纳入《新加坡并购法》的监管范围。(注)

自1999年首次颁布《房地产基金指南》后，金管局对后来被纳入《集体投资计划准则》附录的《房地产基金指南》做出了多次修订，(注)最主要的几次修订分别发生在2005年、2007年及2009年。2014年10月，金管局发布了一份名为“加强REITs和REIT管理人监管机制”的咨询文件，一些相关建议也被纳入了修订后的《房地产基金指南》，并在2015年7月2日正式生效（请参见附录7.2）。

新加坡**REITs**的特点

税收优惠

REITs是一种封闭性基金，是将散户和机构投资者的资金聚合起来并集中投资于收益性房地产的。在符合投资和派息相关规定的前提下，REITs被赋予税收透明的待遇。但此项税收优惠并不是被自动授予的，REITs必须向新加坡国内税务局申请税收优惠待遇，对于合格股东的可分配收入予以免税。(注)在新加坡2004/2005财年预算案中，本地和外国的所有个人投资者从REITs获得的可分配收入的所得税均被豁免，这相

当于为他们提供双重税收减免。对于外国的非个人投资者，则被要求按照10%的税率缴付新加坡REITs可分配收入的预扣所得税。同年，政府也免除了那些帮助房地产转换成REITs上市或已经实现REITs上市的金融企业的印花税。在2006/2007财年预算案中，政府将免税待遇的范围扩大到来自境外的新加坡REITs收益部分，从而进一步巩固了新加坡作为跨境REITs上市融资目的地的核心地位。然而，这项税收优惠受到了“落日条款”（the sunet clause）的时间限制，即根据“落日条款”的规定，只有在2015年3月31日之前得到的收入才能享受税收减免优惠。

在2015财年预算案中，政府再次做出决定，从2015年3月1日起，对于个人投资者从新加坡REITs获得的来自本地和境外收入的税收减免政策再次延长5年。然而，针对REITs在购买本地房地产时的印花税豁免政策，却未能在2015年3月31日之后得到延期。注

投资和派息规定

根据《房地产基金指南》，新加坡REITs的总资产中必须至少有75%用于投资新加坡境内或境外的收益性房地产，其中包括拥有租赁产权或永久产权的房地产。房地产投资也可以通过直接拥有产权或股权的形式，用于持有房地产资产和 /或其他上市REITs的非上市SPV。这种单一存在或以多种形式并存的房地产资产，在新加坡REITs投资组合中占有很大的比例。

在投资的规定方面，允许新加坡REITs对其他非核心房地产资产进行投资，其中包括资产抵押证券、上市或非上市债务证券、本地或境外非房地产公司的上市或非上市股票、政府证券及由超国家机构或新加坡政府机构发行的证券等；此外也允许持有现金或现金等价物。然而，从这些非核心资产中获得的收入，不能超过总收入的10%。

在派息的规定方面，新加坡REITs必须将其至少90%的收入以股息

的形式分派给股东，以此获得新加坡国内税务局给予金融企业的免税资格。在2007年对《房地产基金指南》的修订中，新增条款允许REITs管理公司将超过利润的额外收益用于派息，但前提条件是保证不影响REITs偿债能力。

开发项目

如果新加坡REITs在开发项目竣工后有意对其进行收购以作投资目的，那么就可以独自或联合其他企业从事开发活动，也可以通过投资非上市房地产开发公司的方式来参与开发活动。但是，新加坡REITs不得直接从事开发活动，不能投资空置地块或抵押贷款（抵押贷款证券除外）。这个限制并不妨碍新加坡REITs投资已被批准用于开发房地产的空地或是尚未完工的房地产开发项目。

从2015年7月起，新加坡REITs投资房地产开发活动以及未完工的房地产开发项目的总合同金额不能超过该新加坡REIT资产总值的25%。房地产开发活动不包括翻新、改造及装修等。

凯德商用新加坡信托通过与其基金发起人——凯德集团的全资子公司凯德商用产业（CapitaMall Asia）及凯德商务（CapitaLand Commercial Limited）签署合作协议，[注]以9.69亿新元的价格在政府的土地招标中购得位于裕廊商业大道一块商业用地，该地块被开发建设为一个名为西城的综合开发项目，由西城购物中心和西城大厦（Westgate Tower）组成，西城购物中心是一栋零售空间净面积为410 000平方英尺的7层建筑，而西城大厦则是一栋办公空间净面积为304 963平方英尺的22层办公楼。该开发项目在2014年年底完工。[注]

腾飞房产投资信托共建成了12个开发项目，总开发成本估计为9.852亿新元（请参见表7.5）。根据截至2014年3月31日的估值，腾飞房产投资信托实现了32.57%的累计未实现利润。

总杠杆限额

在2005年对《房地产基金指南》的修订中，总杠杆限额被设定为新加坡REITs投资组合资产总值的35%（按最新估值计算）。然而，只要新加坡REITs能获得来自惠誉、穆迪或标普等信贷评级机构中任何一家的信用评级并向公众披露，其总杠杆限额都被允许超过35%但不可超过60%。2005年的修订中将延期付款纳入总债务，这在一定程度上限制了REITs在金融工程中的现金流被用来维持新收购项目的收益率。㊟

2007年年底爆发的全球金融危机，使得REITs市场的信贷供给迅速减少。银行和金融机构都不愿意向REITs提供借贷服务，拥有大量到期债务的新加坡REITs都面临着严峻的违约风险。2007年金融危机爆发后，新加坡和其他亚洲国家的REITs市场都遭遇了严重的再融资风险。日本的一只住宅类物业REIT——新城住宅投资（New City Residence Investment），根据《民事再生法》（Civil Rehabilitation Act，2000年）申请破产保护，㊟其负债总额为11亿美元（1 124亿日元）。在新加坡，那些隶属较大型的基金发起人的REITs，借助基金发起人短期注入新资金，得以平安度过此次流动性危机。譬如，星狮商产信托（即此前的澳可产业信托）发起人——星狮地产，就在收购完成仅仅5个月的时间内，帮助星狮商产信托即将于2008年11月到期且总额为7 000万美元的短期贷款进行再融资。

表7.5 腾飞地产投资信任的开发项目

序号	项目名称	项目类型	开发成本（百万新元）	2014年3月31日的估值（百万新元）	竣工日期
1	阁室霸级店	零售仓储	46.0	65.9	2006年11月
2	捷安特超市（Giant Hypermart）	零售仓储	65.4	87.3	2007年2月
3	樟宜产业园（HansaPoint @ CBP）	商业园	26.1	86.1	2008年2月
4	樟宜北路15号（15 Changi North Way）	物流园区	36.2	48.4	2008年7月
5	先锋中心（Pioneer Hub）	物流园区	79.3	115.0	2008年8月
6	樟宜商业园新月（Changi Business Park Crescent）第1、3、5号楼	商业园	200.9	316.7	2009年2月 2009年9月 2010年12月
7	Alps大道（Alps Avenue）71号	物流园区	25.6	30.5	2009年9月
8	金泉路（Kim Chuan Road）38A号	高端工业园（数据中心）	170.0	184.7	2009年12月
9	Alps大道90号	物流园区	37.9	49.7	2012年1月
10	FoodAxis @ 圣诺哥（FoodAxis @ Senoko）	轻工业园	57.8	78.1	2012年2月
11	新加坡Four Acres（Four Acres Singapore）	科学园区	58.7	57.3	2013年4月
12	Nexus @ 纬壹（Nexus @ one – north）	商业园	181.3	186.4	2013年9月
	合　计		985.2	1 306.10	

资料来源：腾飞房地产投资信托2013/2014财年年报。

在次贷危机期间，REITs的资产价值在年度评估中有所下降，这导致了一些新加坡REITs的总杠杆率超出了所规定的35%限额。2009年1月9日，金管局发出通告，[注]对那些正在为到期债务进行再融资的新加坡REITs放宽了总杠杆率限额的规定。通告声明，如果是因为REITs的资产价值在重估过程中出现下降或是REITs为即将到期的贷款进行再融资，从而导致总杠杆率上升甚至超过限额，那么都不被视为违反借贷规则。另外，新加坡REITs也被允许在现有债务到期之前就可开始筹集资金，新筹措的资金如果只是为了再融资，则不会被计入总杠杆率。

2015年7月2日，金管局用45%的单级制总杠杆率限额取代了之前的35%或60%的双级制总杠杆率限额（请参见附录7.2）。由图7.8可知，除商业信托外，所有REITs的资产负债率平均值为32.76%。其中，所有REITs当中拥有最高比率的是亿达工业房地产信托（Viva Industrial Trust），为43.74%，但仍低于新标准规定的45%限额。

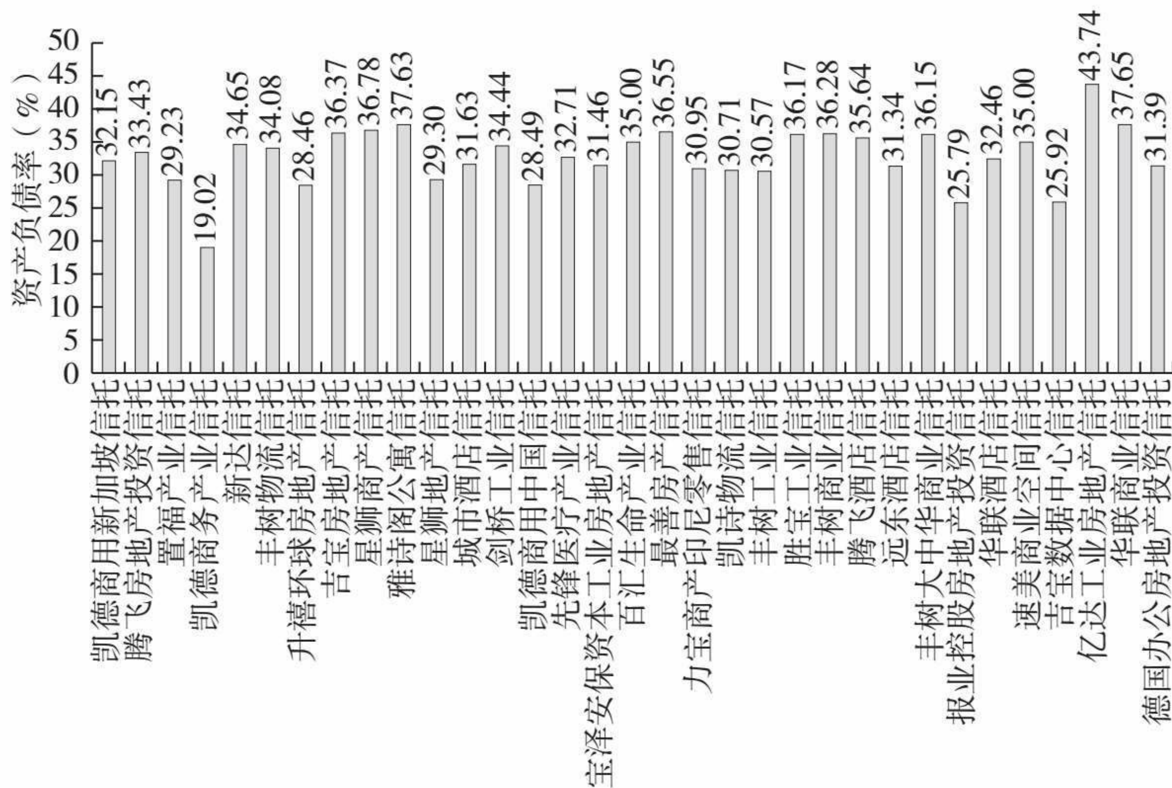


图7.8 新加坡REITs的资产负债率（2015年6月）

资料来源：彭博社。

跨境REITs

多元化发展并不是很多REITs在通过收购来扩大投资组合时的主要动机。研究表明，亚洲跨境REITs的风险溢价高于只专注于国内房地产市场的REITs，REITs更有可能通过专注于单一市场实现内部规模经济。REIT管理公司需要具有广泛的知识和专业技能才能管理好地域多元化的投资组合，因为缺乏经营效率可能会导致规模不经济，投资组合呈现地域多元化的REITs会产生更高的信息与营运开支。[注]

专注于单一领域是新加坡REITs主要采取的战略。大多数商业和工

业REITs都通过将其收购活动集中于本地市场来发挥主场优势。然而，对于一些物流和酒店（服务式公寓）REITs来说，至关重要的是，采取地域多元化的投资组合策略，才能为潜在的租户和客户提供高效的物流和网络解决方案。丰树物流信托在2005年初创的时候拥有15处位于新加坡的仓库和工业地产，此后逐渐发展成为一只泛亚物流REIT，在7个不同的地区市场（新加坡、马来西亚、中国香港、中国内地、日本、韩国、越南）共拥有111处房地产。截至2014年3月31日，其资产总值增长了10倍，从最初IPO时的4.22亿新元上升到42亿新元。雅诗阁公寓信托是一只服务式公寓REIT，投资组合分布广泛，资产总值为40亿新元的86处房地产，遍布亚太地区和欧洲地区13个国家的36座城市，包括服务式公寓、租赁物业及住宿类资产。

根据17只新加坡REITs投资组合中的245个房地产样本统计，这些样本在2006年和2007年时的市值约为201.7亿美元，其中有55处房地产位于新加坡境外，约占以美元计算的资产净值的21.14%。[注]截至2015年，共有24只新加坡REITs持有海外房地产，可大致分为两类（请参见表7.6）。

第一类是那些总部位于新加坡但投资组合呈现地域多元化的REITs，新加坡本地房地产市场的规模有限，促使这些本地REITs不得不向其他国家进行多元化扩展。在这类REITs中，投资工业和商业地产的REITs有腾飞房产投资信托和升禧环球房地产信托，投资医疗护理地产的REITs有百汇生命房地产投资信托和先锋医疗产业信托，它们都积极地在海外进行新的收购，尤其是在2008年的全球金融危机以后。

表7.6 投资组合呈现地域多元化的新加坡REITs和跨境REITs

序号	REITs 及其他证券	信托结构	资产类型	地域分布
新加坡 REITs				
1	腾飞酒店信托	合订证券	酒店	新加坡、澳大利亚、中国和日本
2	雅诗阁公寓信托	REITs	酒店式公寓	新加坡、澳大利亚、比利时、中国、法国、德国、印尼、日本、马来西亚、菲律宾、西班牙、英国、越南
3	CDL H-Trust	合订证券	酒店	新加坡、澳大利亚、日本、马尔代夫和新西兰
4	星狮酒店商业信托（Frasers Hospitality Business Trust）	商业信托	酒店式公寓	新加坡、澳大利亚、欧洲、日本和马来西亚
5	凯诗物流信托（Cache Logistics Trust）	REITs	工业	新加坡、澳大利亚和中国
6	丰树物流信托	REITs	工业	新加坡、中国内地、中国香港、日本、马来西亚、韩国和越南
7	腾飞房产投资信托	REITs	工业	新加坡和中国
8	宝泽安保资本工业房地产信托	REITs	工业	新加坡和澳大利亚
9	星狮商产信托	REITs	零售和办公室	新加坡和澳大利亚
10	吉宝房地产信托	REITs	办公室	新加坡和澳大利亚
11	升禧环球房地产信托	REITs	零售和办公室	新加坡、澳大利亚、中国、日本和马来西亚
12	先锋医疗产业信托（First REIT）	REITs	医院、酒店和私募疗养院	新加坡、印尼和韩国
13	百汇生命房地产投资信托	REITs	医院和私募疗养院	新加坡和日本

序号	REITs 及其他证券	信托结构	资产类型	地域分布
跨境 REITs				
14	凯德商用中国信托	REITs	零售	中国
15	协和高尔夫信托（Accordia Golf Trust）	商业信托	高尔夫球场	日本
16	浩正零售信托（Croesus Retail Trust）	商业信托	零售	日本
17	置富产业信托	REITs	零售	中国香港
18	Indiabulls 房地产投资信托（Indiabulls Properties Investment Trust）	商业信托	办公室和零售	印度
19	德国办公房地产投资信托	REITs	办公室	德国
20	力宝商场印尼零售信托	REITs	零售	印尼
21	丰树大中华商业信托	REITs	零售和办公室	中国香港和中国内地
22	印度联通保健信托（Religare Health Trust）	商业信托	医院	印度
23	最善房地产信托	REITs	住宅	日本
24	腾飞印度信托	商业信托	信息科技园区	印度

第二类REITs，也被称为跨境REITs，其投资组合主要是由境外房地产构成的。自2005年起，新加坡政府[注]就创造了一个有利的税收环境，积极引进境外REITs到新加坡上市。这些REITs把多元化的外国商业地产带入本地市场，其中包括：工业园区，如印度的腾飞印度信托；零售商场，如中国的凯德商用中国信托、中国香港的置富产业信托、印度尼西亚的力宝商场印尼零售信托和日本的浩正零售信托的购物商场

（请参见表7.6）。2013年3月，淡马锡控股的关联企业丰树产业发行了一只跨境REIT——丰树大中华商业信托，这是当时新加坡规模最大的IPO，共发行了776 636 000股，每股股价为0.93新元（请参见案例7.6）。

案例7.6 丰树大中华商业信托-新加坡IPO规模最大的REIT

丰树大中华商业信托是在新加坡上市的跨境REIT，它直接或间接投资那些位于大中华地区的收益型商业地产。在2013年3月7日上市的时候，丰树大中华商业信托是当时IPO规模最大的新加坡REIT，每股0.93新元，共发行18.09亿股，其中17.3亿股是基础发行单位（base offer units），7.9亿股是超额配售单位（over-allotment units），丰树大中华商业信托通过IPO成功募集到16.8亿新元的资金。尽管在2013年IPO时的环境不佳，但作为一个在中国香港和北京都拥有商业地产的跨境REIT，丰树大中华商业信托的IPO依然获得市场的热烈响应，共吸引了来自机构投资者和散户投资者总值为199亿新元的认购，而其超额认购分别是38.1倍和8.9倍。2013年3月7日，丰树大中华商业信托在新加坡交易所上市交易首日就取得了10.8%的收益率。当时预计在发行第一年（2013/2014财年）和发行第二年（2014/2015财年）取得的收益率将分别是5.6%和6.1%。

丰树大中华商业信托的管理方是丰树大中华商业信托管理公司（Mapletree Greater China Commercial Trust Management Ltd.），它是丰树产业的全资子公司。丰树大中华商业信托最初的投资组合包括两处优质的零售及办公物业，一处是位于中国香港的又一城（Festival Walk），而另一处是位于北京的佳程广场（Gateway Plaza）。这两处物业的总建筑面积约为240万平方英尺，可租用总面积为190万平方英尺（请参见表7.7）。

收购又一城

又一城是一家高档的零售和生活时尚购物中心，包括一座7层楼的零售商场、一栋4层的办公楼和3层地下停车场。它坐落于九龙塘区域中心地带，在衔接中国香港各区域及中国内地方面尽显交通便利。又一城商场内设公共交通中心，并直接与港铁观塘线的换乘站九龙塘地铁站相连，这里有巴士换乘站和出租车站点，另外也可通过东铁线（East Rail Line）由中国香港直达深圳。

2011年8月，丰树大中华商业信托的发起人丰树产业以188亿港元（约29亿新元）的价格从太古地产有限公司（Swire Properties Limited）手中购得又一城，这也是丰树产业在中国香港的第一宗商业地产收购交易。随后，又一城于2013年2月被刚刚成立的丰树大中华商业信托以32.96亿新元的收购价纳入其初始投资组合，丰树产业从这宗交易中赚取的净资本收益率约为13.66%。

表7.7 丰树大中华商业信托初始投资组合详细信息

资产	又一城		佳程广场		投资组合汇总	
资产类型	办公及零售		办公及零售			
建筑面积	总面积	可出租部分	总面积	可出租部分	总面积	可出租部分
合计（平方英尺）	1 208 754	793 728	1 145 882	1 145 882	2 354 636	1 939 610
办公空间（平方英尺）	228 665	213 982	1 019 503	1 019 503	1 248 168	1 233 485
零售空间（平方英尺）	980 089	579 746	126 389	126 389	1 106 478	706 135
租户总数（个）	216	71	287			
停车位（个）	830	692	1 522			
2013/2014 财年总收入（百万新元）	176	58	234			
2013/2014 财年资产净收入（百万新元）	137	49	186			
2012 年 12 月 31 日的估价：						
独立估价师	莱坊	戴德梁行	威格斯	世邦魏理仕		
新元（百万新元）	3 296	3 344	1 016	1 017	4 312①	
本币（百万新元）	20 700	21 000	5 165	5 170		
购买价格（百万新元）	3 296	1 013	4 309			

①按照两组估价中较低的那组计算。

资料来源：丰树大中华商业信托首次募股说明书。

订证券

2004年，金管局推出商业信托模式，该模式是一种将受托人和资产管理者的角色合二为一的投资工具，这个合二为一的角色被称为信托管理人。信托管理人代替商业信托基金的股东持有和经营商业企业，并帮助其从中获取收益。至于信托责任，则完全由信托管理人承担。商业信托基金的股东虽然能获得稳定的股息收入，却没有任何经营控制权或股东权利。信托管理人由专业人士担纲，他们需要向一个主要由独立董事组成的委员会做出汇报。截至2015年，新加坡共有24只注册商业信托基金，其中有13只不但具有类似于REITs的信托结构，而且还持有海外的收益性房地产（请参见表7.8）。

在某些情况下，发行人设立商业信托基金来运营活跃的资产管理业务，从而获得费用收入，与此同时，他们还设立另一只独立的REIT以同时持有能产生租金收入的房地产资产，这种运作模式就是合订证券，是为了将可产生被动收益的证券（REITs）和可产生主动收益的商业信托基金联系在一起。在合订式结构中，这两种证券被绑定在一起，被视为单个证券。合订证券交易的方式与普通股票无异，但会以单一交易名称进行交易。截至2014年6月，在新加坡证券交易所上市的合订证券共有6只，其中有5只与REITs相关（请参见表7.8）。

CDL H-Trust于2006年7月19日在新加坡证券交易所主板上市，它是第一只与商业信托基金合订的REIT。该合订证券的双方，一方是拥有14家酒店和两个度假村的CDL H-REIT，另一方则是CDL HBT，是一家经营酒店和度假村业务的管理公司。作为责任实体，CDL H-Trust既是所有资产的合法拥有者，又是这只商业信托基金的决策机构。它同时扮演着受托人和资产管理者的双重角色（请参见案例7.7）。

表7.8 REITs的替代模式——商业信托基金和合订证券

序号	商业信托	注册号	注册日期	信托管理公司	上市日期
			商业信托		
1	协和高尔夫信托	2014002	2014-7-21	协和高尔夫信托管理有限公司（Accordia Golf Trust Management Pte. Ltd.）	2014-8-1
2	腾飞酒店商业信托（Ascendas Hospitality Business Trust）	2012004	2012-7-11	腾飞酒店信托管理有限公司（Ascendas Hospitality Trust Management Pte. Ltd.）	2012-7-27
3	腾飞印度信托	2007004	2007-7-3	腾飞房产基金信托公司（Ascendas Property Fund Trustee Pte. Ltd.）	2007-8-1
4	城市发展酒店商业信托基金（CDL Hotel Business Trust，简称 CDL HBT）	2006002	2006-6-12	千禧国敦商业信托基金管理有限公司（M&C Business Trust Management Limited）	2006-7-19
5	浩正零售信托	2013004	2013-5-2	浩正零售信托管理公司（Croesus Retail Asset Management Pte. Ltd.）	2013-5-10
6	远东酒店商业信托	2012005	2012-8-13	远东酒店信托管理公司（FEO Hospitality Trust Management Pte. Ltd.）	2012-8-27
7	富达来地产信托（Forterra Trust，原来的华瑞中国地产信托）	2010001	2010-5-19	富达来地产有限公司（Forterra Real Estate Pte. Ltd.）	2010-6-21
8	星狮酒店商业信托	2014001	2014-6-27	星狮酒店信托管理有限公司（Frasers Hospitality Trust Management Pte. Ltd.）	2014-7-14
9	Indiabulls 房地产投资信托	2008001	2008-5-7	Indiabulls 房地产管理信托有限公司（Indiabulls Property Management Trustee Pte. Ltd.）	2008-6-11

序号	商业信托	注册号	注册日期	信托管理公司	上市日期
			商业信托		
10	华联酒店商业信托（OUE Hospitality Business Trust）	2013006	2013-7-17	华联酒店信托管理有限公司（OUE Hospitality Trust Management Pte. Ltd.）	2013-7-25
11	鹏瑞利中国商用信托（Perennial China Retail Trust）	2011002	2011-2-28	鹏瑞利中国商用信托管理有限公司（Perennial China Retail Trust Management Pte. Ltd.）	2011-6-9
12	印度联通保健信托	2012006	2012-9-25	印度联通保健信托管理有限公司（Religare Health Trust Trustee Manager Pte. Ltd.）	2012-10-19
13	亿达工业房地产商业信托（Viva Industrial Business Trust）	2013007	2013-10-25	亿达工业房地产信托有限公司（Viva Asset Management Pte. Ltd.）	2013-11-4

序号	合订证券	代码	REIT	商业信托	上市日期
			合订证券		
1	腾飞酒店信托	Q1P	腾飞酒店 REIT（Ascendas Hospitality REIT）	腾飞酒店商业信托	2012-7-27
2	CDL H-Trust	J85	城市发展酒店房地产投资信托基金（CDL Hospitality Real Estate Investment Trust，简称 CDL H-REIT）	城市发展酒店商业信托基金	2006-7-19
3	远东酒店信托	Q5T	远东酒店房地产投资信托（Far East Hospitality REIT）	远东酒店商业信托	2012-8-27
4	华联酒店信托（OUE Hospitality Trust）	SK7	华联酒店 REIT	华联酒店商业信托（OUE Hospitality Business Trust）	2013-7-25
5	亿达工业房地产信托	T8B	亿达工业 REIT	亿达工业房地产商业信托	2013-11-4

案例7.7 CDL H-Trust——合订证券模式

城市发展酒店服务信托是《集体投资计划准则》指导下的第一只与商业信托绑定在一起的酒店类REITs，于2006年7月19日在新加坡证券交易所主板成功上市，这是巩固新加坡作为亚洲REITs市场中心的重要一步。城市发展通过其酒店业务公司，即在伦敦证券交易所上市的国际酒店集团——M&C，在新加坡设立了第一只酒店类REITs，名为CDL H-REIT，旨在投资和持有酒店及相关用途物业的多元化组合。CDL H-REIT与上市时就已处于休眠状态的CDL HBT合订成为CDL H-Trust。在主租赁协议到期或者收购新酒店的情况下，倘若CDL H-REIT无法为其投资组合中任何一处物业找到并任命主承租人，CDL HBT将会接手并担任“最终主承租人”（the master lessee of the resort）。CDL HBT可以从事酒店及与之相关的开发、收购及投资活动，与此不同的是，根据《房地产基金指南》的相关规定，CDL H-REIT却不能参与上述活动。

CDL H-Trust通过IPO，以每股0.83新元的价格共公开发行了4.25亿股的合订证券，占总发行证券数量的60.9%，其余39.1%数量为2.73亿股的合订证券，则由其发起人及旗下子公司认购。CDL H-REIT和CDL HBT必须以单一合订证券的形式——CDL H-Trust在证券交易所交易。这只合订证券在2006和2007年的年化收益率预计分别为6.37%和6.69%。

CDL H-REIT的初始投资组合包括乌节大酒店、国敦河畔大酒店（Grand Copthorne Waterfront Hotel）、M酒店（M Hotel）和国敦统一酒店（Copthorne King’s Hotel），它们均位于新加坡。在CDL H-REIT IPO当天，其投资组合共有超过1 900间客房。此外，乌节大酒店购物商场（Orchard Hotel Shopping Arcade）也被算作其投资组合的一部分（请参见表7.9）。截至2018年6月30日，CDL H-REIT一共拥有15家酒店、两个度假村和一家购物中心，合计5 002间客房，这些产业分布在7个国家，即新加坡、澳大利亚、新西兰、日本、马尔代夫、英国和德国。

CDL H-Trust的基金结构如图7.9所示，发起人M&C的子公司千禧国敦房地产投资信托基金管理有限公司（M&C REIT Mana-gement

Limited）及千禧国敦商业信托基金管理有限公司被分别任命为CDL H-REIT和CDL HBT的指定信托管理人，按照其所管理资产总值的0.25%收取年度基本管理费用，按照CDL H-REIT净资产收入的5%收取年度效绩表现费用。对于那些以CDL H-REIT的名义进行的资产收购和资产转让，信托管理人都会按照交易价格征收1%和0.5%的费用。

表7.9 CDL H-REIT初始投资组合的详细信息

资产	乌节大酒店	国敦河畔大酒店	M 酒店	国敦统一酒店	乌节大酒店购物商场	合计
位置	乌节路	合乐路	安顺路	合乐路	乌节路	
建筑总面积（平方米）	49940.9	46662.6	32379.3	17598.3		146581.1
可租用房间总数（个）	653	539	413	310		1 915
停车位（个）	454	287	237	77		1 055
每间可租用房的收入（新元）	112	96	110	88		
2005 财年总收入（百万新元）	16.1	11.7	9	5.3	3.4	45.5
购买价格（百万新元）	330.1	234.1	161.5	86.1	34.5	846.3

资料来源：CDL H-Trust IPO 说明书。

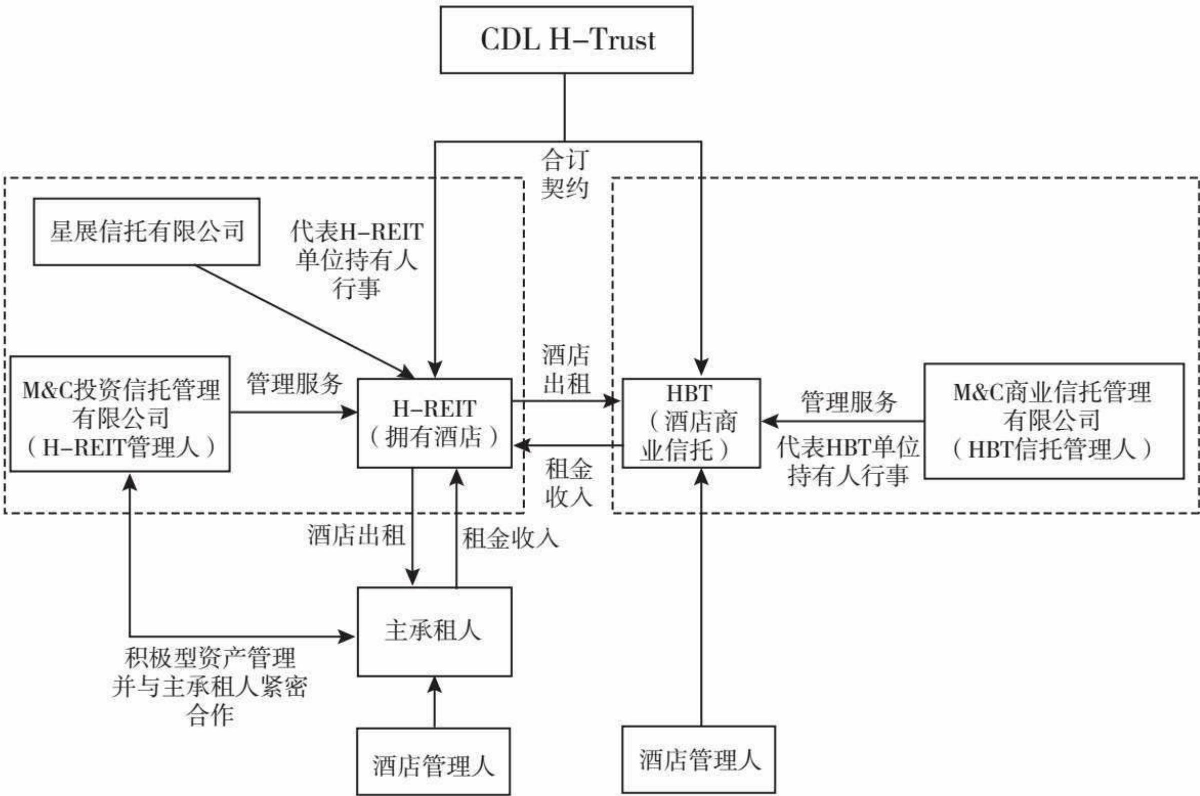


图7.9 CDL H-Trust的基金结构

资料来源：CDL H-Trust。

资产管理模式——费用收入

新加坡REITs全都采用外部管理模式，这意味着委任第三方REITs管理公司代表股东来管理房地产资产。除了确保REITs遵守上市公司所应遵守的各种规范外，REITs管理公司还要履行三大管理职能，即投资管理、资本管理及投资组合管理。REITs管理公司需要发掘投资机会并通过实施并购战略来扩大REITs的投资组合。在资本管理方面，REITs管理公司应确保总杠杆率不超过所设定的限额，对于那些已获得标准信贷评级机构给予信用评级的REITs而言，目前的总杠杆限额是45%（2015年7月后生效）。除此之外，REITs管理公司还需要谨慎地处理有关债务到期和利率风险管理的事务。在资产管理方面，REITs管理公司需要通过均衡租户的构成以实现房地产投资组合的多元化，从而提高出租率和租金。REITs管理公司还会通过资产提升计划来为股东提升投资组合的价值。

REITs管理公司在资产管理方面既承担责任又提供服务，作为补偿会收取以下两笔费用：一笔是基于资产总值和收入增长的分层资产管理费，包括基本管理费用和绩效表现费用；另一笔是基于管理活动的费用，包括收购费用和转让费用。基本管理费用占资产总值的0.1%~0.5%不等。一些较新的REITs，如丰树大中华商业信托、德国办公房地产投资信托、亿达工业房地产信托、速美商业空间信托（Soilbuild Business Space REIT）等，都不再以资产总值作为计算基本管理费用的基准，而是将基本管理费与可分配收益挂钩。绩效表现费用的计算基准因REITs管理公司不同而存在巨大差距，通常只有在REITs实现增长的情况下才能获得这笔费用，而REITs是否实现增长的衡量标准，是判断每股派息或者净资产收入是否达到预先设定的标准。收购费用一般按照被收购资产价值的1%来征收，而转让费用一般按转让资产价值的0.5%计算。根据金管局于2015年7月发布的《房地产基金指南》修订规定，资产管理公司必须披露并说明它们所收取的费用类型和结构（请参见附录

7.2）。

日常的资产管理和维护工作都是外包给第三方资产管理机构的。在新加坡，第三方资产管理公司或房地产管理公司大多是REITs发起人的全资子公司。出于公司治理的目的，董事会通常会任命独立董事来履行监督资产管理公司的职务。REITs发起人对REITs的控股权及对资产管理机构的所有权，使得REITs与之形成天然的附属关系，而这层附属关系赋予REITs优先购买物业的权利，其结果是为股东带来良性收益。注

资产管理公司可以赚取稳定的费用收入，其因此成为新加坡非常具有吸引力的商业投资。2008年，共有4宗对REITs资产管理公司的收购个案。

. 2008年3月12日，腾飞收购了嘉民（Goodman）在腾飞-麦格理嘉民基金管理有限公司40%的股份，成为腾飞房地产投资信托管理公司的唯一所有者。

. 2008年7月8日，星狮以1.043亿美元的价格收购了澳可产业信托17.1%的股份，并以0.757亿美元的价格收购了该REITs管理公司100%的股份，共计1.8亿新元。

. 2008年2月20日，豪利集团（Oxley Group）的子公司和澳大利亚国民银行（nab Invest）联合收购了剑桥工业信托（Cambridge Industrial Trust）的管理公司——剑桥工业信托管理有限公司（Cambridge Industrial Trust Management Pte. Ltd.）80%的股份。

. 2008年12月31日，杨忠礼机构以2.85亿新元的总价从麦格理银行手中收购了麦格理优质房地产投资信托基金26%的股权（2.0262亿新元）以及其资产管理公司50%的股权（0.8238亿美元）。

伴随新加坡REITs的迅速增长，那些与REITs发起人不存在任何附属关系的独立管理公司也开始出现。在剑桥工业信托管理有限公司被收

购以后，亚腾成为新加坡REITs市场上仅有的独立资产管理公司。亚腾于2002年成立，最初成立的目的是管理2003年在新加坡上市的置富产业信托，置富产业信托是在新加坡交易所挂牌上市的第一只跨境REIT。2007年11月，亚腾成为首个在新加坡证券交易所上市的房地产基金管理公司。回顾过去16年，亚腾的发展日新月异。截至2018年6月30日，亚腾直接管理11只REITs和9只私募地产基金，其业务范围遍布全球20个国家和62个城市（请参见案例7.8）。

案例7.8 亚腾——第三方资产管理公司

在新加坡，大部分的REITs资产管理公司都是发起人的全资子公司，它们可以为发起人带来经常性收入。亚腾是第一家在新加坡证券交易所上市的第三方房地产基金管理公司。其核心业务包括：为公开上市的REITs、私募REITs及基础建设基金提供专业的资产管理和物业管理服务。亚腾是由现任集团总裁林惠璋先生与长江实业于2002年设立的。在亚腾上市之前，其所管理的房地产资产规模，从2003年12月31日的6.633亿新元（4.335亿美元）增长到2007年6月30日的72.334亿新元（47.277亿美元）。

亚腾涉足REITs管理业务，是从与置富产业信托签订的第一份资产管理合约起步的。置富产业信托是第一只在新加坡上市的跨境REIT，它在中国香港拥有零售商场和物业。随后，亚腾又被委任为新达信托的资产管理公司。新达信托源自对于新达城写字楼和零售商场的收购，这些物业原本由包括长实集团创始人李嘉诚先生在内的一组中国香港财阀所持有。2005年，亚腾以咨询顾问的身份帮助泓富产业信托（Prosperity REIT）在中国香港上市，成为第一只私募REIT。而后，亚腾的REITs管理业务还拓展到马来西亚，并于2006年被委任管理马来西亚规模最大的办公类REITs——大马第一房地产信托。在2007年上市之前，亚腾所管理REITs的房地产资产总规模达到了69.222亿新元（45.243亿美元）。2010年，亚腾与东南亚最大的上市物流公司CWT合资成立凯诗物流信托。2011年，亚腾创办了首

个以人民币计价的房地产信托——汇贤信托（Hui Xian REIT）。

2007年10月25日，亚腾的两位创始人（林惠璋先生和长江实业）推动亚腾上市，IPO的股价为每股1.15新元，共发行205 176 000股，其中73 000 000股是新发行股，132 176 000股是现有股份（卖方股份），现有股份都被授予超额配股权，超额配股部分共有36 000 000股，其中的37 824 000股被配售给3家基石投资者，包括富达香港（Fidelity Hong Kong）、水星（Mercury）和英派克（Indopark），它们共同持有的股份占总股数的6.5%。通过IPO及行使超额配股权发行共279 000 000股后，林惠璋先生和长江实业各自持股分别从此前的70%和30%被稀释到36.4%和15.6%。

亚腾的核心业务包括3个主要部分：REITs管理业务、私人房地产基金管理业务及专业股权基金管理业务与企业财务咨询服务。截至2015年，亚腾共管理新加坡、中国香港和马来西亚的6只REITs及两家韩国的私募REITs（ARA-NPS房地产投资公司和ARA-NPS REIT No. 2）。表7.10汇总了亚腾所管理资产的详细信息及房地产资产规模。截至2015年3月，亚腾所管理的房地产资产总规模达到272亿新元，其中大约79%来自它所管理的REITs投资组合（请参见图7.10）。REITs的收入贡献主要来自3个方面：

截至2018年6月30日，亚腾及其关联公司管理的总资产约为782亿新元。

.基本管理费用：按所管理房地产资产总值的一定比例计算。

.变动（绩效表现）费用：按所管理房地产资产年度净资产收益的一定比例计算。

.一次性收购费用或转让费用：按所收购或转让的房地产总值的一定比例计算。

表7.10 亚腾集团所管理的REITs（截至2015年）

REITs	上市国家/地区	上市年份	资产	资产价值[1]
置福产业信托	新加坡	2003	中国香港郊区的零售业物业	S $ 6 020. 89（US $ 4 467. 53）
新达信托	新加坡	2004	新加坡和澳大利亚的高档写字楼以及零售业物业	S $ 8 674. 00（US $ 6 436. 15）
鸿福产业信托	中国香港	2005	中国香港的写字楼和工业物业	S $ 1 719. 06（US $ 1 275. 55）
大马第一信托	马来西亚	2006	马来西亚的商业物业	S $ 487. 05（US $ 361. 39）
凯诗物流信托	新加坡	2010	亚太地区的物流业物业	S $ 1 212. 00（US $ 899. 31）
汇贤产业信托	中国香港	2011	中国的商业物业	S $ 9 063. 34（US $ 6 725. 04）
ARA-NPS REITs[2]	韩国（私募 REITs）	2007 2010	韩国的写字楼物业	S $ 760. 12（US $ 564. 01）

①按照 2015 年 3 月 31 日公开发布的估值计算。

②两家 10 年期的封闭式私募 REITs。

资料来源：亚腾资产管理 2015 年第一季度报告。

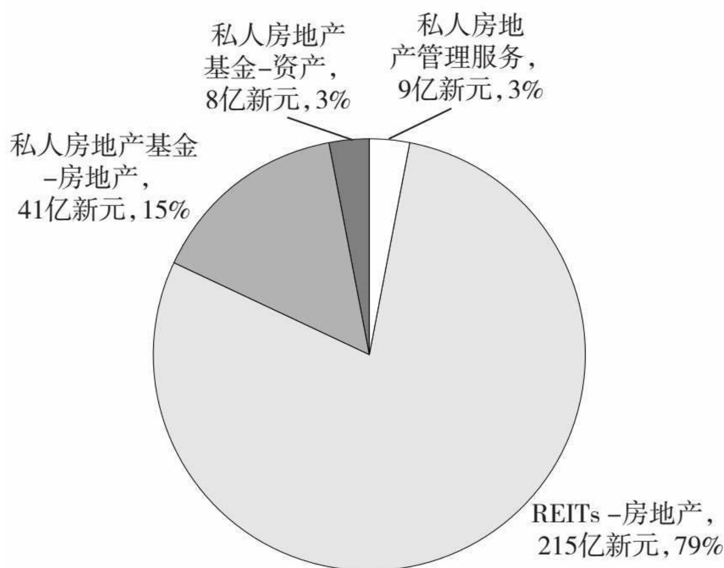


图7.10 亚腾集团所管理资产总规模的构成情况（截至2015年3月31日）

投资新加坡REITs

REITs是一种能把房地产资产转换成具有流动性的可交易证券的证券化工具。作为一道桥梁，REITs促使资金从供给过剩的地区高效流转至具有充足的房地产投资机会的地区。自21世纪初以来，亚洲和欧洲的

房地产所有者纷纷运用美国的REITs模式将自身的实体房地产资产进行货币化。

REITs属于防御性股票，它将90%或以上的收益作为股息定期分配给投资者。在企业层面，REITs享有税收优惠。除此之外，REITs派发给个人投资者及合格的非个人投资者的股息也可享有免税待遇。REITs为投资者提供了一个间接获得房地产收益的投资渠道，这些产生收益的房地产包括购物商场、办公楼、工业地产和仓储地产等。由于REITs是集体投资计划，投资者可购买少量的REITs单位以作小额投资，而无须为此预先投入大量资金。像股票一样，REITs是具有较强流动性的投资工具，它能在股票市场上以很低的交易成本自由交易。当然，REITs的价格也会受到股市波动的影响。

根据以上特点，REITs可以被看成是一种集合了房地产、股票和债券特点的混合型投资工具。摩根士丹利REITs研究部门的负责人格雷格·怀特（Greg Whyte）曾说，“REITs闻起来像房地产，看起来像债券，动起来像股票。”[注]

作为一个间接投资房地产的渠道，REITs对散户投资者和机构投资者都具有较大吸引力。根据2002—2015年期间40只新加坡REITs（包括商业信托）的历史价格，可计算得出REITs每季度的加权价格收益序列。《海峡时报》指数的季度收益序列用于替代股票收益率，而市区重建局的价格收益率则是针对工业地产、办公楼和零售业地产计算的。表7.11罗列了不同类型资产的描述性统计数据及彼此之间的相关性，可以看到，REITs拥有最高的季度收益率，约为1.5%。图7.11绘制了5种资产类别的收益序列，结果表明：在新加坡，REITs收益率和股票收益率密切相关。股票和REITs的收益率远比商业地产的收益率更具波动性。在2007—2008年的次贷危机期间，REITs的季度收益率跌幅一度超过60%，而随后在2009—2010年期间，REITs的季度收益率又取得超过40%的增幅。

表7.11 不同类型资产的历史收益率和相关系数（2002年9月—2015年3月）

	股票	债券	REITs	工业地产	办公楼	零售地产
均值	0.014	0.006	0.015	0.015	0.008	0.007
中位数	0.026	0.006	0.027	0.009	0.010	0.007
最大值	0.465	0.010	0.526	0.085	0.085	0.045
最小值	-0.390	0.003	-0.694	-0.107	-0.128	-0.049
标准差	0.117	0.002	0.151	0.040	0.038	0.019
相关系数：						
债券	0.042					
REITs	0.876	0.066				
工业地产	0.132	-0.226	0.137			
办公楼	0.219	0.018	0.142	0.763		
零售地产	0.220	0.064	0.223	0.697	0.849	

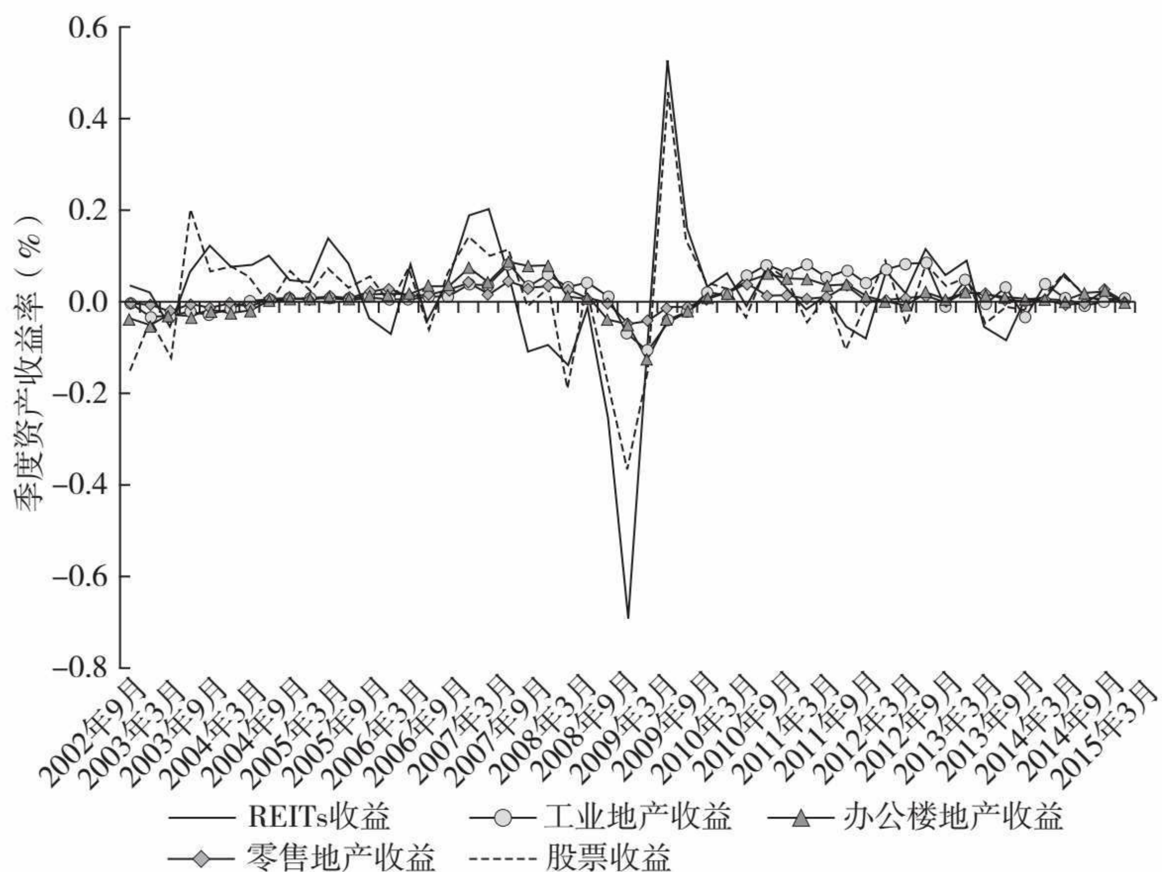


图7.11 不同类型资产的季度收益率（2002年9月—2015年3月）

资料来源：Datastream。

结论

2002—2007年，新加坡REITs市场在此期间经历了一段早期的快速扩张阶段，但这一快速增长的态势无法持续。展望未来，新加坡REITs市场可能会面临来自其他亚洲REITs市场的激烈竞争，其中包括中国和印度等潜在的新兴REITs市场。因此，为了能够让新加坡REITs市场继续成为美国市场以外最具吸引力和最高效的REITs中心，推行差异化增长策略就显得至关重要。与政府相关联的REITs将继续充当新加坡REITs市场的中流砥柱，以吸引更多跨境REITs到新加坡上市。此类REITs将担当市场领导者的角色，成为新加坡REITs市场上公司治理和实践方面的良好典范。

新加坡REITs的管理模式

在20世纪90年代初的美国，相对于外部管理模式，内部管理模式在REITs市场上更受欢迎。那么新加坡REITs会对此如法炮制吗？采用内部管理模式的REITs，最初都是以公司或信托基金的形式设立的，其CEO和其他管理人员会被直接任命，他们的酬劳则是从REITs账户的管理及行政费用中予以支出的。有鉴于发起人在新加坡REITs中的强势地位以及强大影响力，加上39.4%的新加坡REITs都附属于政联企业，为此，外部管理模式被认为是更有利于铸造利益联盟的管理模式，我们预计这一模式也将会在未来一段时期内继续被新加坡REITs采用。新加坡在REITs方面的CEO人才有限，这意味着小型REITs的股东无法获得规模经济收益，进而无法与附属于强大发起人的REITs抗衡，通常情况

下，小型REITs难以寻找到有经验的CEO来实现美国式的内部管理模式。

附录7.1 新加坡REITs信息汇总

编号	名称	类型	资产类型	资产负债率（%）	IPO发行价（新元）	IPO发行量（10亿）	上市日期
1	凯德商用新加坡信托	REITs	购物中心	32.15	0.96	213.00	2012－7－17
2	腾飞房产投资信托	REITs	多元化资产	33.43	0.88	272.50	2002－11－19
3	置福产业信托	REITs	购物中心	29.23	1.08（4.75港元）	473.00	2003－8－12
4	凯德商务产业信托	REITs	多元化资产	19.02	1.75	839.12	2004－2－6
5	新达信托	REITs	多元化资产	34.65	1.00	722.00	2004－12－9
6	丰树物流信托	REITs	多元化资产	34.08	0.68	310.88	2005－7－28
7	升禧环球房地产信托	REITs	购物中心	28.46	0.98	581.92	2005－9－20
8	吉宝房地产信托	REITs	办公楼	36.37	1.82	240.51	2005－11－28
9	星狮商产信托	REITs	多元化资产	36.78	1.00	321.26	2006－3－30
10	雅诗阁公寓信托	REITs	酒店	37.63	0.68	340.50	2006－3－31
11	星狮地产信托（Frasers Centrepoint Trust）	REITs	区域性购物商场	29.30	1.03	261.93	2006－7－5
12	CDL H-Trust	合订证券	酒店	31.63	0.83	425.00	2006－7－19

编号	名称	类型	资产类型	资产负债率（%）	IPO 发行价（新元）	IPO 发行量（10 亿）	上市日期
13	剑桥工业信托	REITs	多元化资产	34. 44	0. 68	206. 11	2006 - 7 - 25
14	凯德商用中国信托	REITs	区域性购物商场	28. 49	1. 13	193. 30	2006 - 12 - 8
15	先锋医疗产业信托	REITs	医疗保健	32. 71	0. 71	140. 40	2006 - 12 - 11
16	宝泽安保资本工业房地产投资信托	REITs	仓储业	31. 46	1. 20	247. 33	2007 - 4 - 19
17	腾飞印度信托	商业信托	工业园	22. 05	1. 18	423. 38	2007 - 8 - 1
18	百汇生命房地产投资信托	REITs	医疗保健	35. 00	1. 28	373. 06	2007 - 8 - 23
19	最善房产信托	REITs	公寓	36. 55	1. 00	196. 74	2007 - 11 - 9
20	力宝商场印尼零售信托	REITs	购物中心	30. 95	0. 80	645. 47	2007 - 11 - 19
21	Indiabulls 房地产投资信托	商业信托	商业住宅	20. 59	1. 00	262. 48	2008 - 6 - 11
22	凯诗物流信托	REITs	仓储地产	30. 71	0. 88	531. 01	2010 - 4 - 12
23	丰树工业信托（Mapletree Industrial Trust）	REITs	仓储地产	30. 57	0. 93	917. 49	2010 - 11 - 21
24	胜宝工业信托（Sabana Shari'ah Compliant Industrial REIT）	REITs	多元化资产	36. 17	1. 05	605. 80	2010 - 11 - 26
25	丰树商业信托（Mapletree Commercial Trust）	REITs	多元化资产	36. 28	0. 88	1015. 09	2011 - 4 - 27
26	腾飞酒店信托	合订证券	酒店	35. 64	0. 88	521. 94	2012 - 7 - 27
27	远东酒店信托	合订证券	酒店	31. 34	0. 93	705. 71	2012 - 8 - 27
28	印度联通保健信托	商业信托	医疗	11. 22	0. 90	567. 46	2012 - 10 - 19
29	丰树大中华商业信托	REITs	多元化资产	36. 15	0. 93	1730. 11	2013 - 3 - 7
30	浩正零售信托	商业信托	购物中心	51. 69	0. 93	392. 77	2013 - 5 - 10
31	报业控股房地产投资信托（SPH REIT）	REITs	区域性购物商场	25. 79	0. 90	559. 88	2013 - 7 - 24
32	华联酒店信托	合订证券	酒店	32. 46	0. 88	681. 82	2013 - 7 - 25
33	速美商业空间信托	REITs	多元化资产	35. 00	0. 78	586. 53	2013 - 8 - 16
34	吉宝数据中心信托（Keppel DC REIT）	REITs	多元化资产	25. 92	0. 93	551. 45	2014 - 12 - 12
35	亿达工业房地产信托	合订证券	办公楼	43. 74	0. 78	468. 15	2013 - 11 - 4
36	华联商业房地产投资信托	REITs	办公楼	37. 65	0. 80	433. 00	2014 - 1 - 27
37	星狮酒店信托	商业信托	酒店	41. 06	0. 88	418. 01	2014 - 7 - 14
38	德国办公房地产投资信托	REITs	办公楼	31. 39	0. 88	499. 01	2014 - 8 - 13

注：2003 年 3 月汇率是 1 新元兑换 4. 42 港元。
资料来源：彭博社。

附录7.2 《房地产基金指南》的几次主要修订

2005年10月20日的修订[注]——此次修订是全方位的，旨在加强新加坡REITs管理公司的责任及公司治理，修订要点如下：

（1）设立资产管理公司——第三方资产管理公司必须拥有至少相当于100万新元的股东资金，必须在新加坡设立实体办公室，必须委任一位CEO及至少两位常驻新加坡的专业人员，并符合金管局的“适当标准”。

（2）罢免资产管理公司——出席股东大会的股东可以通过简单多数的决议方式罢免资产管理公司。

（3）利益相关方交易——与利益相关方（无论是发起人还是受托人）进行交易的时候，必须要对拟收购或待处置的资产进行两次独立估价，其中一次估价必须是受托人独立执行的。无论是从利益相关方收购资产，还是向利益相关方出售资产，资产管理公司都应该根据当前的市场价格以新加坡REITs单位股权的方式收取费用。

（4）物业的共有产权——当新加坡REITs以共有业主的身份投资一处房地产时，应该通过收购一个未上市的SPV的股份或权益的方式来达成合资协议。

（5）对于开发活动的限制——新加坡REITs对于开发活动的参与是受到限制的，开发活动的合约价值不可超过新加坡REITs资产总值的10%。

（6）总杠杆率限额——新加坡REITs受到总杠杆率限额的制约，总杠杆率不能超过资产总值的35%。其中，借贷和延期付款都被纳入总杠杆率的计算。然而，只要新加坡REITs能获得来自信贷评级机构的信用评级并且向公众披露，其总杠杆率限额便可升至60%。

（7）租户资料披露——新加坡REITs管理者需要披露房地产投资组合中有关租户的详细资料，其中包括：租户总数、排名前10的租户、排名前10租户相应的租金贡献率、租户的行业分布及按总租金收入排列的租约到期情况。

（8）投资组合估价——如果新加坡REITs正在计划发行新股，而此前对其投资组合所做的估价已超过6个月，那么管理者可以选择对投资组合做一份桌面估价，以此来代替全面估价。

2007年3月的修订——金管局于2007年9月28日公布了对《房地产基金指南》的第二次大修。主要变动归纳如下：

（1）针对那些用来提升短期收益的措施，其中包括使用金融工程工具来提高短期收益的行为，金管局对其做出更高的信息披露规定。

（2）为固定期限的管理合同提出指导意见，以防止新加坡REITs管理公司制定限制性条款来阻止股东终止管理合同。

（3）禁止机构投资者在REITs上市享有认购折扣待遇。

（4）为那些计划分派股息超过当前收入的新加坡REITs制定具体的保障措施。

（5）要求新加坡REITs至少将75%的资产投资于收益性房地产。

（6）取消对房地产相关证券投资5%的单边限额。

2009年11月11日的修订——强制性要求新加坡REITs召开年度股东大会。

2009年修订中的主要变动，是要求新加坡REITs在每个日历年召开一次全体股东大会，并且两次大会的相隔时间不可超过15个月。此项变动自2010年1月1日生效。

2015年7月2日的修订——金管局通过2014年10月9日发布的一份名为“加强REITs以及REIT管理公司监管机制”的咨询文件来征求反馈意见。[注]2015年7月2日，金管局针对3个关键领域做出修订，此次修订为

股东的利益提供了更好的保护及更大的问责承担，同时也为REITs管理公司的业务运营提供了更高的灵活性。注

（1）加强公司治理。

①当发生利益冲突时，管理公司及其董事将受到法定责任的限制，而股东的利益会被放在更优先的位置。

②如果股东无权任命管理公司董事，那么管理公司董事会成员至少有一半必须是独立董事。

③管理公司必须在REITs的年报中披露其薪酬政策和流程。

（2）提高费用结构的透明度。

管理公司需要披露其费用结构或费用类型，还需要解释计算绩效表现费用的方法，并且需要说明该方法如何考虑到股东的长期利益。

（3）提高业务运营的灵活性。

①参与开发活动的资本占资产总值的上限从10%提高到25%。

②REITs的总杠杆限额从占资产总值的35%提高到45%，但不再允许获得信用评级的REITs拥有高达60%的总杠杆限额。

③允许由REITs组成的合订证券在不受到整体运营限制的情况下运作。然而，其中的REITs部分还是会受到现有的限制。

---

1. 资料来源：全美房地产投资信托协会，www. REIT. com。

2. 最初的投资组合主要是由香港房屋委员会所拥有的购物中心和停车场所组成的。

3. 阿拉伯-大马第一房地产信托（Arab-Malaysian First Property Trust，AMFPT）是第一只在吉隆坡股票交易所主板上市的马来西亚房地产基金，上市日期为1989年8月28日。另外两只基金，第一大马房地产信托（The First Malaysia Property Trust）和国民房地产信托（Amanah Harta Tanah PNB）分别发行于1989年11月23日和1990年12月28日。FMPT在2002年7月16日因被其大股东联昌资产控股有限公司（Commerce Asset Holdings Berhad）收购而退市。

4. 资料来源：Rashiwala，Kalpana，“IRAS为REITs扫清障碍”，商业时报，2001年7月24

日。

5. 吉宝房地产信托也是通过将股份分发给其发起公司吉宝置业的股东的方式，于2005年11月28日建立起来的。

6. 2003年2月，在新加坡暴发的SARS事件严重地影响了股票市场和房地产市场。许多在新加坡上市的开发商的股票都以一个远远低于其净资产价值的价格进行交易。当时房地产市场陷入了低迷，这使得开发商们难以将手中的商业地产脱售出去，除非它们愿意以远远低于房地产价值的价格出售。

7. 在美国，5 /50法则，即最大的5个股东不能持有超过REITs总股本50%的股份，通过规定主要股东不能持有超过10%的股份来禁止单一股东持有大量股份限制。这一法则并不适用于新加坡REITs。

8. 资料来源：Lee，N. J.，Sing，T. F. and Tran，Dinh Hoang（2013），“REIT Share Price and NAV Deviations: Noise or Sentiment?”International Real Estate Review，Vol. 16，No.1，pp.28-47。

9. 照片由凯德集团提供。

10. 资料来源：Sham，Hiu Ting，Sing，Tien Foo and Tsai，I-Chun，（2009），“Are there efficiency gains for larger Asian REITs?”Journal of Financial Management of Property and Construction，Vol. 14，No. 3，pp. 231-247。

11. 资料来源：Lee，N. J.，Sing，T. F. and Tran，D. H.（2013），“REIT Share Price and NAV Deviations: Noise or Sentiment?”International Real Estate Review，Vol.16，No.1，pp.28-47。

12. 从企业管治的角度，REITs管理公司可以利用并购作为“建立帝国”的方式，以巩固它们在市场的地位并且防止潜在的收购。见Shleifer，A. and Vishny，R. W.（1997），“A Survey of Corporate Governance，”Journal of Finance，Vol. 52，No. 2，pp. 737-83。

13. 澳可产业信托于2006年3月在新加坡股票交易所上市，初始投资组合为6.839亿新元。资料来源：Reuters，“Singapore F&N buys Allco REIT stake，manager for $132mln，”7 July 2008。

14. 《新加坡并购法》在2007年以后开始对新加坡REITs生效，它明确规定一个控股股东若想对一只新加坡REIT总发行股数的30%或以上进行收购、或是一个股东已持有一只新加坡REIT总发行股数的30%到50%并且还想要增持1%的新加坡REIT新股份，则有义务向REIT做出公开要约。

15. 若想了解更多关于房地产基金指导的变动上有关法律问题的具体讨论，可参见Lee，Suet Fern and Foo，Linda Esther，2010，“Recent Legal and Regulatory Developments and the Case for Corporation，”Singapore Academy of Law Journal，22，pp. 36-65。

16. 这些符合资格的单位持有者包括新加坡公民、永久居民、新加坡公司、市镇理事会、法定机构、注册的慈善团体、合作社、工会、管理委员会、俱乐部、贸易和工商协

会以及拥有新加坡税务局特别豁免的外国公司在新加坡的分部。

17. 资料来源：Goh Eng Yeow，“免除REITs印花税有利于营造公平的投资环境，”海峡时报，2月27日，2015。

18. 凯德商用有限公司通过两个SPV——无限商城信托及无限办公室信托，持有这个合资企业50%的股份，汇丰机构信托服务（作为凯德商用新加坡信托的受托人）持有30%的股份，而凯德集团则持有剩下的20%。

19. 西城大厦在2014年1月23日以5.794亿新元的价格卖给了由鼎帮房地产私人有限公司和刘景发（新加坡）有限公司组成的财团。

20. 债务包括债券、票据、银团贷款、双边贷款及其他债务。对于所收购资产的延期款项，无论是以现金还是REITs单位的形式支付，都会被计入总杠杆率的计算。

21. 尽管它的投资组合中资产的租用率偏高，这只日本REIT还是被迫申请破产，并于2008年11月10日退市。资料来源：Taku Kato & Mari Murayama，“New City REIT背负着11亿美元的债务申请破产”，彭博新闻，2008年10月9日。

22. 资料来源：The MAS circular No: CMD 01/2009，“Treatment of refinancing under theaggregate leverage limit”。

23. 资料来源：Capozza，D. R.，& Seguin，P. J.，（1999） .“Focus，transparency and value: the REIT evidence. ”Journal of Real Estate Economics，27（4），587-619。

24. 资料来源：Cheok，S. M. C.，Sing，T. F. and Tsai，I.（2011），“Diversification as a Value-Adding Strategy for Asian REITs: A Myth or Reality?”International Real Estate Review，Vol. 14，No. 2，pp. 184-207。

25. 新加坡政府宣布在5年内对REITs收购房地产免征印花税。

26. 资料来源：Kudus，Syahzan Sani and Sing，Tien Foo，（2011）“Interest Alignment and Insider Shareholdings in the Emerging Asian REIT Markets，”Journal of Real Estate Portfolio Management，Vol. 17，No. 2，pp. 127-138。

27. 资料来源：Ari Weinberg，“Liquid Properties，”福布斯，5月22日，2002。

28. 资料来源：Rodyk & Davison LLP。

29. 参见新加坡金管局发布的咨询文章（PO23-2014），以获得更多细节。

30. 资料来源：“新加坡金管局对关于加强REITs市场的咨询反馈做出回应”，2015年7月2日。

第八章

拉近资本市场与房地产市场之间的距离

程天富



导言

长期以来，通过建造或购买的方式持有商业地产项目并以此换取租金收益的投资模式始终未变。房地产投资的资金来源通常借助私募股权和银行贷款的组合，其融资结构与大多数人为买房而筹集资金的方式并无二致，至今仍相当普遍。然而，随着金融创新的出现，与房地产相关的资本结构可被加以分割，分割出来的各个部分经过证券化就可以在私人和公开市场上进行交易，金融创新使得资本市场上的房地产投资工具不断增加。资本市场的新思维和创新模式，让机构投资者不再局限于投资实体房地产，而是将资金投向以股权和债务形式构成的投资组合。

本章旨在探讨在新加坡出现的房地产证券化市场。首先，分析房地产证券化的概念和推动力；其次，介绍新加坡房地产证券化市场3个关键的发展阶段；而后，阐述新加坡各种不同形式的房地产证券化，包括抵押贷款支持债券（Mortgage-Backed Bonds，简称MBB）、CREBS及住房抵押贷款支持证券（Residential Mortgage Backed Securities，简称RMBS）和CMBS，同时也收录了一些新加坡的相关案例研究以做参考。最后，对新加坡证券化市场的未来发展做出评价。

房地产现金流证券化的概念

房地产证券化是一种创新型的融资手段，是在资本市场上创建的以房地产现金流作为担保的债务或股权工具，如为抵押或租赁所支付的利息和本金。这个创建过程涉及若干阶段，首先需要汇总来自房地产抵押贷款和资产的现金流，然后对其进行信用升级，重组现金流并将其分割成可交易的小额证券，最后通过资本市场将这些小额证券发售给投资

者。房地产抵押贷款担保证券有多种形式，根据现金流的种类可分为住房抵押式或商业抵押式（residential mortgages versus commercial mortgages），根据证券结构可分为支付证券或转付证券（pay-through versus pass-through）。

拥有大量房地产抵押贷款的银行和金融中介机构，可以通过证券化降低在房地产市场上所需承担的风险。金融中介机构在实现证券化的过程中需要完成一系列专业化流程，包括资产打包、重组现金流（使其分割成可交易的证券）、信用评级、清偿债务、承销证券、信用增级和委托人信托等（请参见图8.1）。虽然银行和借贷机构作为资本中介的作用因为证券化而被削弱，证券化却为它们创造了各种专业收费服务类型，包括信用评级、信用增级以及向投资者分销证券。随着时间的推移，这个新的结构通过二级市场进行职责分配及专业化分工，从而提高了整体效率并且降低了交易成本。另外，证券化也拉近了资金使用者和资金供应者之间的距离。通过创建满足投资者风险偏好的二级市场证券化产品，房地产市场上买家和投资者的融资成本均可被大大降低。在传统资产负债表的融资安排中，房地产资产仍然被计入资产所有者账目。然而，在新加坡，房地产所有者越来越多地将证券化作为表外融资的形式。在这一过程中，他们将名下房地产资产的法定权利以公开市值转让给SPV。此项转售协议将房地产资产直接从所有者的账目中分离出来，这是通过资产证券化进行表外融资的一个关键特点。SPV被用来持有房地产资产并将房地产与资产所有者的业务风险分离，相当于具有破产隔离功能的载体。在这个结构中，房地产抵押支持证券的信贷风险可以按照房地产资产及其现金流的质量来进行评估，这些评估条件是独立于所有者自身的财务和业务风险的。在一个典型的房地产开发生命周期中，从在建阶段的土地融资、预售收入和工程融资，到建成阶段的租金收入和销售收入，所有环节的一系列现金流都可以在技术上进行证券化处理。

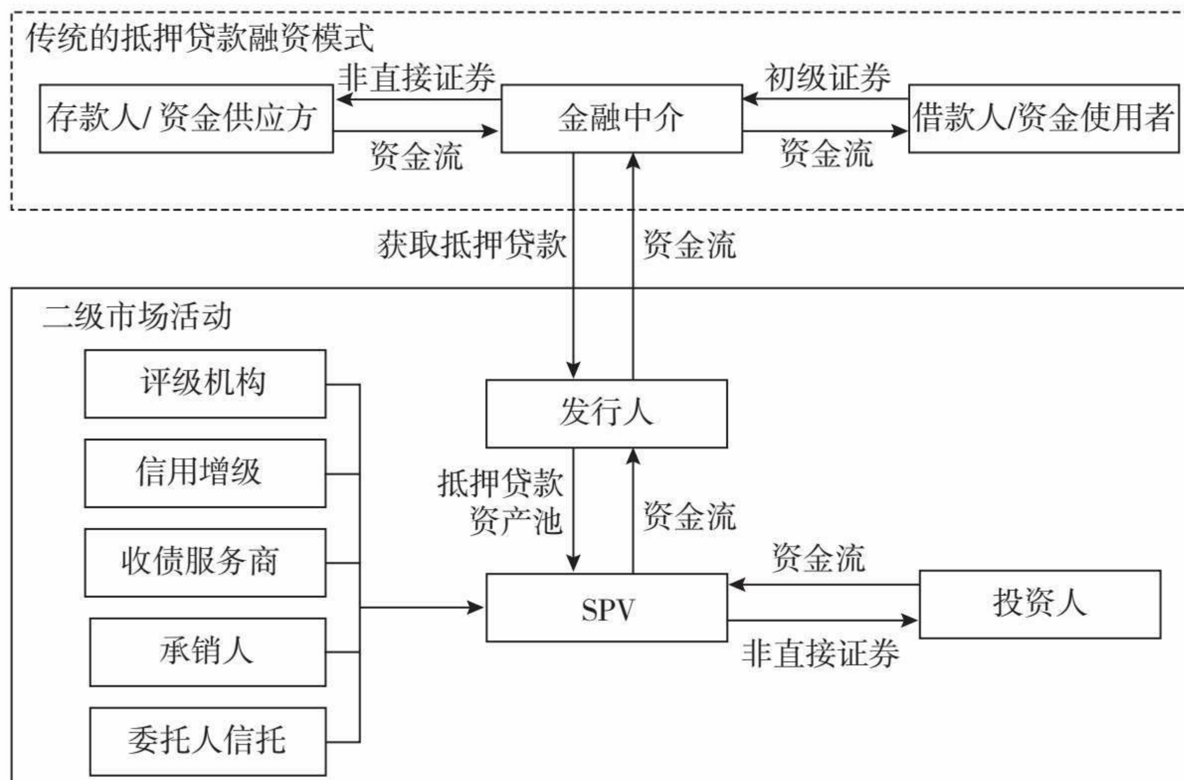


图8.1 传统金融模式中的银行“脱媒”（Disintermediation） 注

美国房地产证券化的推动力

RMBS市场

RMBS在美国的历史可以追溯到20世纪30年代，当时正值美国政府在大萧条之后介入住房金融市场。注为此，美国国会成立了两个关键机构，一个是1934年成立的联邦住房管理局，另一个是1938年成立的联邦国民抵押贷款协会（又称房利美）。这两个机构在RMBS市场的创建过程中扮演了重要的角色。

联邦住房管理局为美国境内经认可贷款机构借出的贷款提供抵押贷款保险，该保险可避免RMBS的投资者因房屋所有者无法偿还抵押贷款而蒙受损失。联邦住房管理局还制定了一套贷款标准，标准规定所担保的贷款需要具有固定贷款利率、本金自动摊销性质及较长贷款期限。房利美则通过从RMBS的发起人手中购买经由联邦住房管理局保险支持的抵押贷款，进而创造抵押贷款的二级市场。这个过程允许新资金注入住房抵押贷款市场。最初几年，房利美通过发行债券获取资本，随后在1968年房利美私有化之后便开始在二级市场中出售RMBS。

根据1968年的《公平住房法案》，房利美被分拆成两个机构，一个是私有股份制企业，除去保留使用房利美的名称，还获得授权用于购买未经联邦住房管理局或其他政府担保计划支持的私人抵押贷款；另一个是被命名为政府国民抵押贷款协会（又称吉利美）的公共机构，其职责是受托为经由联邦住房管理局保险担保的抵押贷款提供及时还本付息的美国政府完全信用担保。联邦住房管理局提供的抵押贷款保险和吉利美提供的还本付息担保，构成促进美国RMBS发展的两个关键因素。

1968年，吉利美担保了第一只抵押贷款转付证券。1970年，美国政府创建了联邦住房抵押贷款公司（又称房地美），它是另一家政府赞助企业，负责购买那些由储蓄和贷款协会发放且未经由联邦住房管理局支持的抵押贷款，并将其证券化。1971年，房地美发行了第一只以抵押贷款作为支持的转付证券，又被称为参与证书。1981年，房利美也发行了第一只以抵押贷款作为支持的转付证券，又被称为抵押贷款支持证券（Mortgage Backed Securities，简称MBS）。这些由政府赞助企业发行的RMBS的总值在2003年达到2.13万亿美元（3.62万亿新元）的高峰。不过，由这些企业发行的RMBS的市场份额从1996年的67.8%下降到2003年的43.3%，这是因为其他MBS的发行量在此期间激增（请参见图8.2）。[注]然而，2008年次贷危机之后，由私人机构（非政府赞助企业）新发行的RMBS和CMBS几乎完全消失，而同期由政府赞助企业新发行的RMBS却占据了超出70%的市场份额。

吉利美及两家准政府机构（房利美和房地美）在抵押贷款二级市场的发展过程中所付出的早期努力，为美国的贷款机构开创了一个重要的提供新资本的渠道。抵押贷款证券化提高了资金从供给过剩区域转至需求过剩区域的流动效率，这也有助于降低金融机构面临的各种与住房贷款相关的风险，如利率风险、信用风险、融资风险、流动性风险、区域集中风险。RMBS市场促进了美国住房市场的流动性并降低了融资成本，其资产总值从1968年首次发行时的2 630亿美元（8 048.9亿新元）㊟增长到2007年顶峰时的11.2万亿美元（16.2万亿新元），增长超过42倍。截至2014年，住房抵押贷款成为美国最大的抵押贷款资产，占到市场总抵押贷款的73.44%（请参见图8.3）。

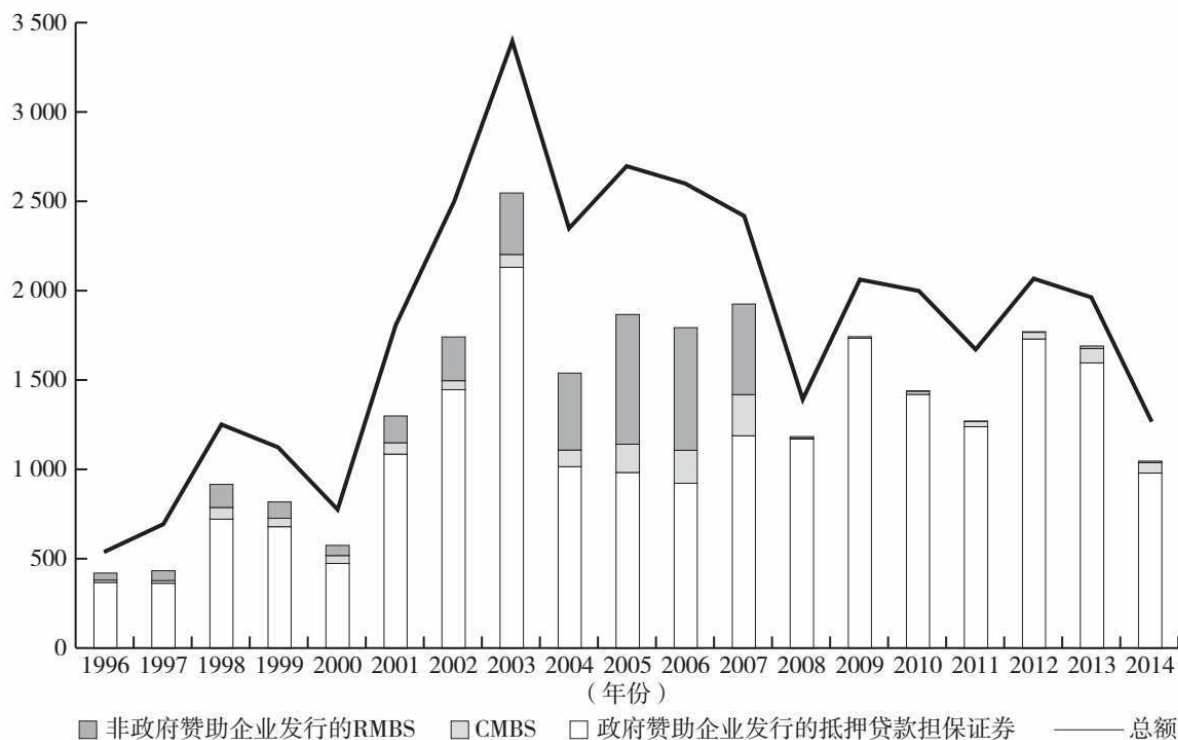


图8.2 美国抵押贷款相关证券的发行量（1996—2014年）

资料来源：证券与金融市场联盟（SIFMA）。

CMBS市场

RMBS市场发展的推动力是对于流动性的需求，与此不同，推动CMBS市场发展的关键因素是20世纪80年代由于楼市崩塌而导致的储贷危机。1989年，美国国会根据《金融机构改革、复兴与实施法案》（Financial Institutions Reform，Recovery and Enforcement Act）设立了重组信托公司，用于从破产的储贷机构手中购买不断膨胀的不良贷款。从破产的储贷机构手中获得大量资产后，重组信托公司转而将目光投向资本市场寻求创新解决方案。通过创建次级债务[注]结构来加强对CMBS资深投资者的风险保障，重组信托公司得以将不良贷款出售给华尔街的投资者。CMBS市场能够在1991—1993年之间迅速扩张，就归功于重组信托公司帮忙清算不良贷款。在完成了对于破产的储贷机构进行资产重组及清算不良贷款的目标之后，重组信托公司于1995年正式解散。根据安永会计师事务所（Ernst & Young Leventhal Group）发布的报告，重组信托公司在1991—1995年之间共发行了超过178亿美元的CMBS。[注]

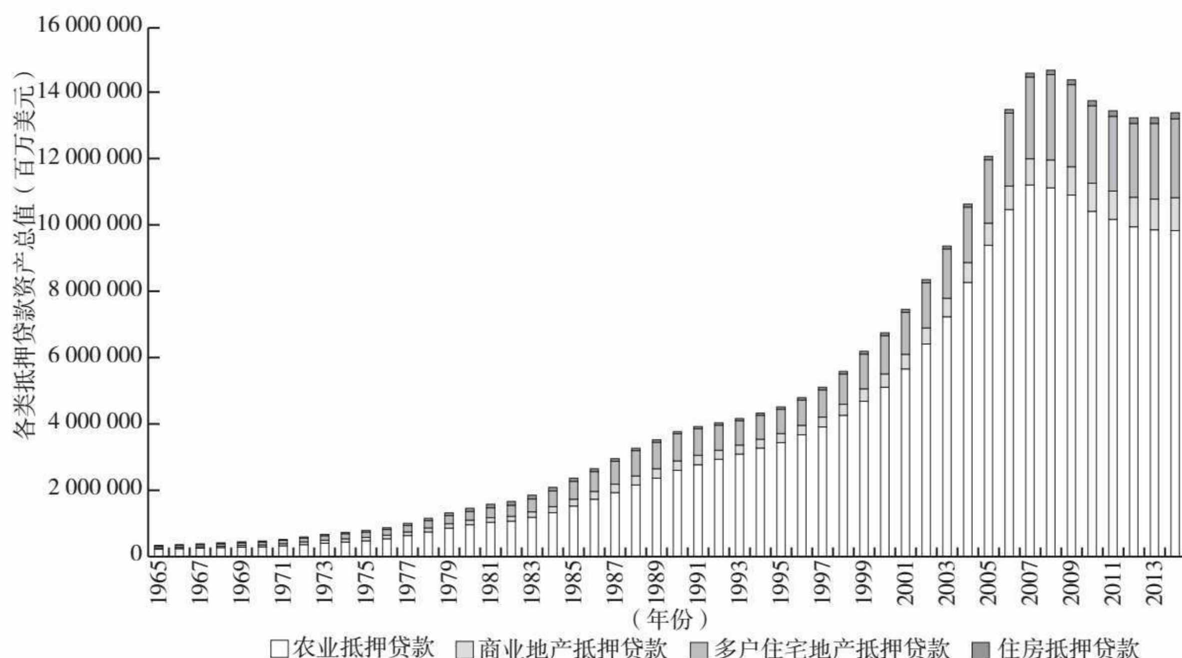


图8.3 美国各类抵押贷款资产总值（1965—2014年）

资料来源：美联储。

CMBS成为金融市场的一大创新突破，为商业地产投融资开启了一

个全新的维度。为了吸纳CMBS市场的资金来源，重组信托公司创造的这种模式后来继续被其他商业地产贷款机构采用。市场强劲的需求外加CMBS具有诱惑力的收益率差，进一步提升了投资者对这种创新工具的信心。20世纪90年代中期开始，CMBS市场的增长得到来自抵押贷款渠道机构(注)的推动。由资产价值在100万美元（相当于140万新币）到1 000万美元（相当于1 400万新币）之间的“特级”商业抵押贷款构成的多元化资产组合，保障了稳定的CMBS渠道供应 [韩（Han），1996]。新发行CMBS的总值，从1996年的128亿美元（相当于180亿新元）增长到2007年顶峰时期的2 296亿美元（相当于3 308亿新元），(注)发行总值增长了将近17.9倍（请参见图8.3）。新发行CMBS所占市场份额，也从1996年占抵押贷款类证券发行总值的2.36%扩张到了9.49%。然而，2007年发生在RMBS市场的次贷危机也殃及CMBS市场，导致新发行CMBS的总值大幅下挫并跌入谷底，2008年和2009年的新发行总值分别仅有45亿美元（相当于65亿新元）和87亿美元（相当于122亿新元）。(注)市场信心从2010年开始逐渐恢复，到了2013年，新发行CMBS的总值已恢复到797亿美元（相当于1 009亿新元）。(注)

次贷危机

截至2014年年底，抵押贷款类证券(注)的增长一日千里，最终发展成一个未偿还债务规模高达8.73万亿美元的庞大市场。(注)在2007年的顶峰时期，抵押贷款类证券化一直是债务融资的最大用户，占美国市场未偿还债务总额的近30%，占比超过公司债（16.5%）和国债（14.2%），请参见图8.4。

在21世纪初强劲房价的推动下，抵押贷款类证券化激增的同时，也暴露了美国融资市场的脆弱性。随着房地产市场的热潮开始消退，种种问题不断暴露。2006年，房价下跌，资金周转遇到问题的业主开始拖欠抵押贷款还款，这成了压死骆驼的最后一根稻草，一切戛然而止，房地

产市场中“纸牌屋”的崩塌再也无法控制。㊟房地产泡沫的破灭，又继而引发自20世纪30年代大萧条以来美国最严重的金融市场崩溃，世界经济随之也陷入严重衰退。

从20世纪70年代开始，资产证券化使抵押贷款变得更加容易负担，并有助于住房融资市场运作自如，但也导致市场上贷款发放机构、住房抵押贷款的借款人以及资金供应者（投资者）之间的关系严重扭曲。㊟由于贷款发放机构可以通过证券化将贷款的信用风险转嫁给投资者，很多激进的投资银行发明出诸如债务支持证券这样复杂的金融产品，并竭力将其推销给投资者。然而，真正从贷款发放机构获得更多次级贷款的是那些原本从银行方面无法申请到贷款的高风险借款人，于是，当高风险借款人无力偿还抵押贷款时，处在“证券化链条”底端（优先承担亏损层级）的投资者发现自己手中的证券变得一文不值，而后，投资者迅速丧失信心，这就导致了资金供给链的突然断裂，从而最终扼杀了住房和金融市场。

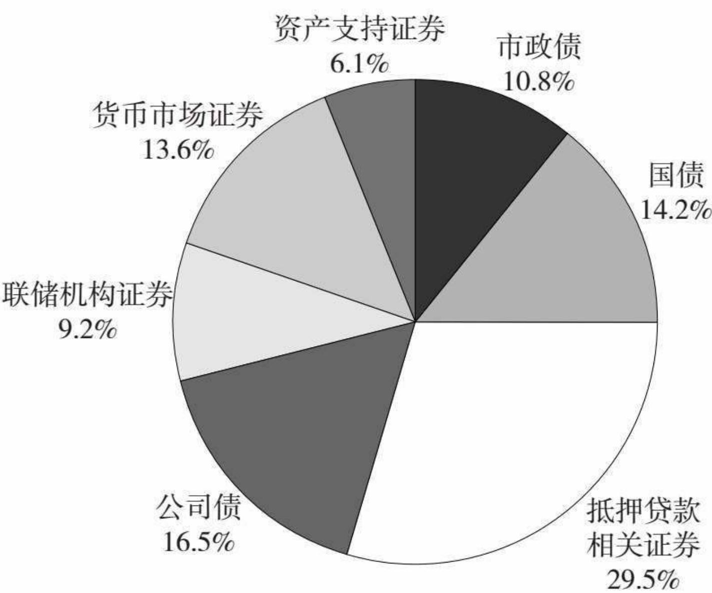


图8.4 2007年未偿还债券市场的债务构成

资料来源：证券与金融市场联盟。

美国次贷危机中，有很多教训值得借鉴。证券化市场需要进行重大

改革，以重新提振投资者对市场的信心，并且提高证券化市场的透明度和效率。虽然证券化这个金融工具暂时没落，但未完全从市场上消失。即使是在金融危机发生后，由政府担保企业发行的RMBS依旧支持着美国的抵押贷款发行活动。2014年，MBS仍然是金融危机后债券市场上最大的证券发行者之一，占未偿还债务总额的22.4%。

新加坡的房地产证券化活动

与美国发达且繁荣的房地产抵押贷款二级市场不同，新加坡的房地产二级市场仍处于起步阶段，房地产抵押贷款通常都是由银行和金融企业保有并作长期投资用途的。作为房地产资金的主要使用者，房地产开发商是新加坡房地产证券化活动的主要推动者。

新加坡房地产抵押贷款市场

截至2014年，由银行发放的未偿还房地产贷款总额高达2811.5亿新元，当中包括建筑施工贷款、住房与过桥贷款，占新加坡本地银行发放的全部贷款和预收款项（含汇票）总额的46.3%（请参见图8.5）。1993—1997年，私人住宅市场的增长势头强劲，住房贷款也随之稳步增长。1998年，住房贷款大幅增长，达到88.5亿新元，同年用于建筑与工程领域的商业贷款却减少了6.5亿新元。自1994年以来，包括向企业和开发商提供的建筑施工贷款以及向购房者提供的住房贷款与过桥贷款在内的房地产贷款总额，已超过了新加坡金管局设定的30%上限。

1997年，包括韩国、泰国、印度尼西亚和马来西亚在内的一些亚洲国家的货币急剧贬值，随之引发亚洲金融危机。此次金融危机迅速蔓延到房地产市场，导致房价大幅下跌。新加坡的房地产市场未能幸免于

难，私人住宅价格在1998年第四季度跌入谷底，同1996年第二季度的最高点相比，跌幅达到41.7%。金融危机爆发之后，银行削减了房地产市场的资金流入，导致个人购房者和开发商都遭遇了严峻的流动性危机。由金融危机引发的楼市瘫痪，使银行大幅回调新发放住房贷款总额，从1998年峰值时的88.5亿新元下降到1999年的33.6亿新元，跌幅达到61.99%（请参见图8.6）。在此后的6年间，新发放住房贷款稳步增长，贷款总额始终保持在50亿新元左右。

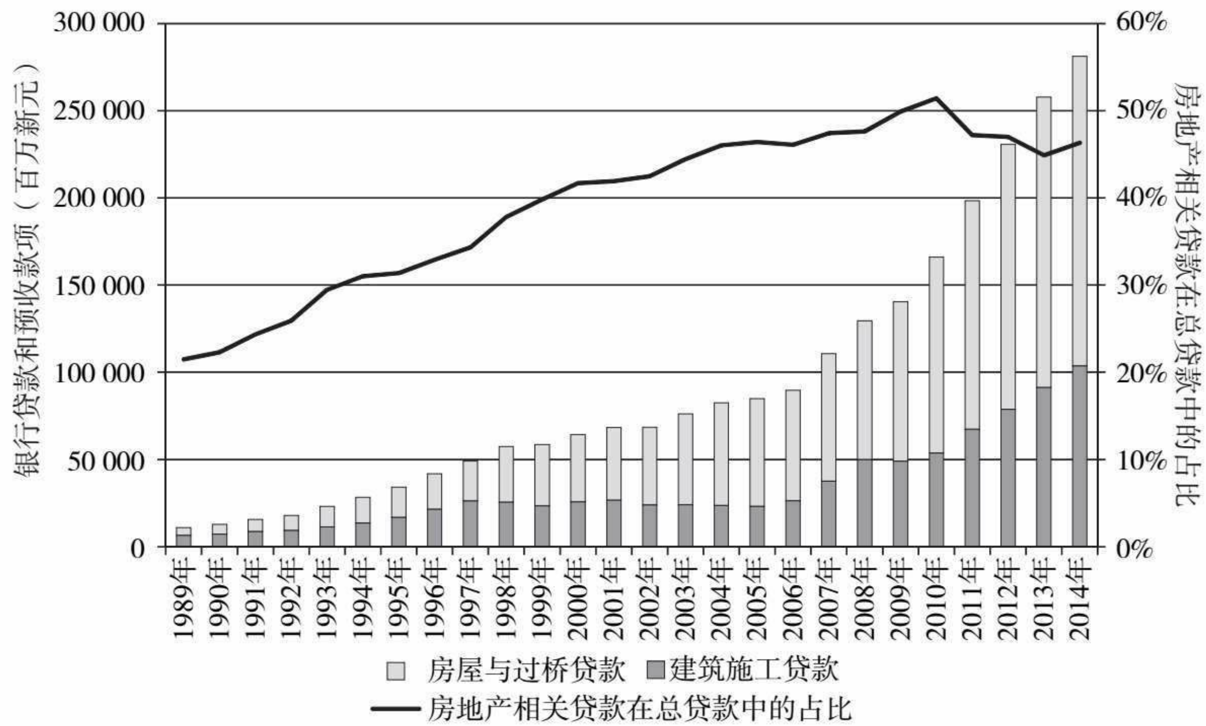


图8.5 新加坡银行贷款及预收款项（国内银行单位）

资料来源：新加坡金管局。

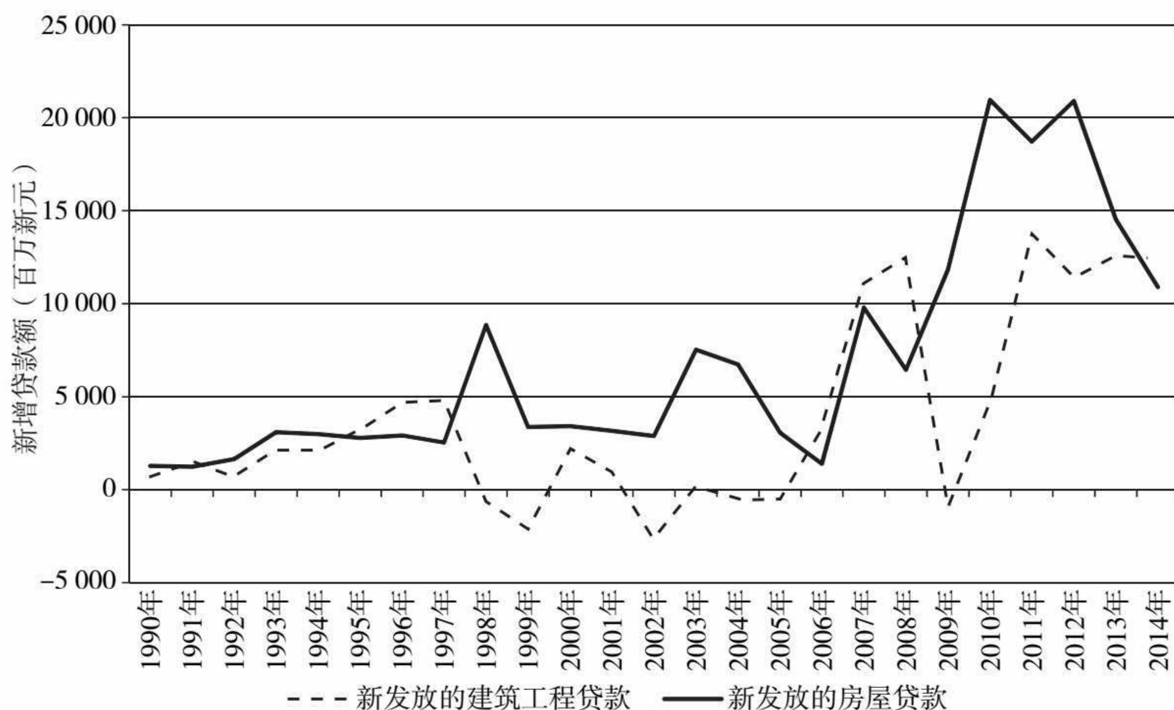


图8.6 银行新发放的房地产贷款（1990—2014年）

资料来源：新加坡金管局。

就商业地产市场而言，市区重建局发布的办公楼价格指数显示：从1996年第二季度到1999年第三季度的跌幅超过42%。在后金融危机时期，商业地产的交易在市场上鲜有出现。1997—1999年期间，为开发商和其他企业提供的建筑施工贷款额度惨遭超过144%的急剧下跌。2001—2005年，新发放房地产类商业贷款在后金融危机时期持续走低，净负债贷款总额为26.1亿新元。

此次危机暴露了房地产市场过度依赖银行贷款的脆弱性。为此，担负着新加坡中央银行职能的新加坡金管局，制订了深化和拓宽债务资本市场的战略计划，房地产抵押贷款证券化在当时被确定为新加坡融资来源多元化战略的一部分。(注)随后，为增强银行在运营方面的灵活性，新加坡金管局进行了政策调整，包括在1998年7月将最低现金余额从6%降低到3%，以及在2000年9月将一级资本充足率从12%降低到8%。在2001年颁布的《银行业（修正）法案》中，原先为房地产贷款设定的30%上

限，被修正后的第35条所取代，改为使用更加自主的方式来规范银行所面对的房地产风险。这一改变增加了银行的流动性，从而削弱了银行利用表外融资方式将抵押贷款证券化的动机。

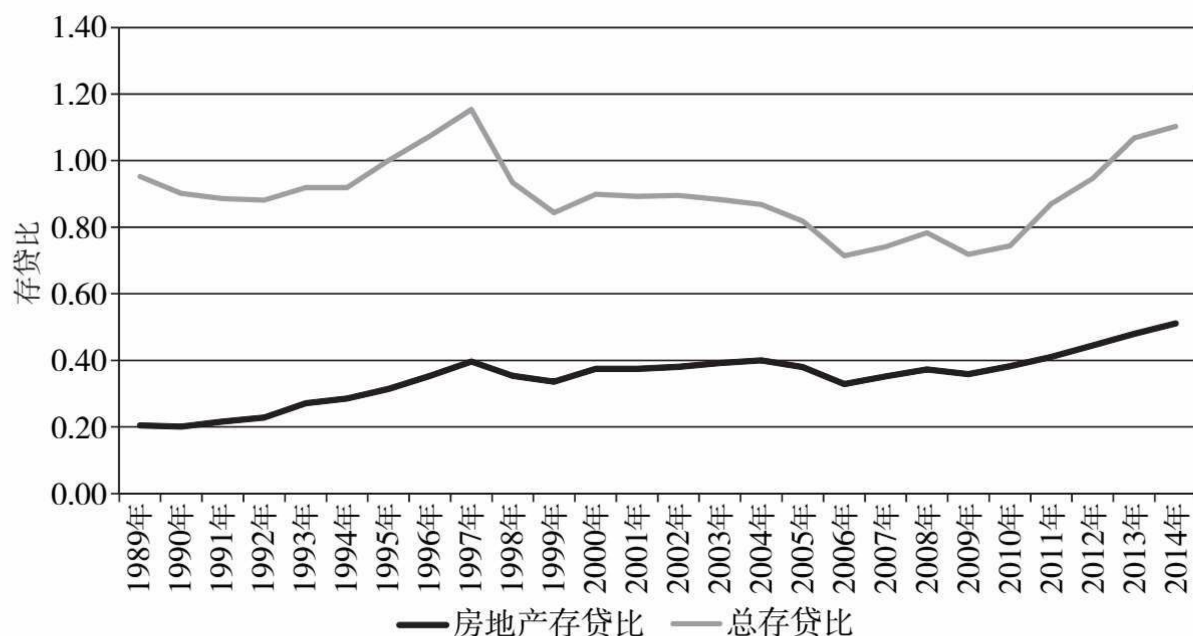


图8.7 银行存贷比（1989—2014年）

资料来源：新加坡金管局。

1997年金融危机后，银行增加了对房地产市场的贷款份额。如图8.7显示，银行的存贷比从1997年高峰时的1.15下降到2006年的0.714。然而，房地产贷款（包括为开发商和购房者提供的贷款）始终呈现增长趋势，2000—2006年，房地产存贷比均值约为0.376。2010年，房地产存贷比达到峰值，为51.4%。

新加坡的房地产证券化活动

新加坡没有出现过住房抵押贷款的证券化，(注)新加坡的房地产证券化活动主要发生在房地产资产市场（包括商业地产和住宅开发项目），大致经历了3波发展浪潮。最早的商业地产抵押贷款证券化浪潮始于

1986年，当时，花旗投资银行（新加坡）将以丰隆大厦作抵押的价值2.8亿新元的抵押贷款进行证券化。早期的证券化交易规模均相对较小且较零散，通常只涵盖单个房地产项目的抵押贷款。银行与一些开发商合作，通过发行MBB，对住宅开发项目（请参见案例8.1）或商业地产的抵押贷款进行证券化。开发商利用从MBB中筹集到的资金为现有贷款进行再融资，而银行则通过发行MBB减少其资产负债表中以不动产作抵押的贷款总额。在2001年修正《银行法案》（第19章）之前，根据法案第34条第1项的规定，新加坡银行的房地产存贷比必须控制30%以内。

1997年金融危机前，上市房地产开发商或商业地产所有者主要依靠股票市场和银行贷款来为其商业活动进行融资。在为项目寻找新资金时，房地产开发商或商业地产所有者常常会面临双重打击。一方面，在股市低迷的情况下，它们无法通过增发股票的方式来筹集资金；另一方面，它们也难以从银行获得新的贷款。即使银行拥有再多的流动资金，对于1997年金融危机后仍处于低迷状态的房地产市场，银行也大多不愿意为其注入更多的资金。流动性紧缩推动了第二波证券化浪潮，迫使房地产开发商或商业地产所有者在传统融资模式之外开辟新的融资渠道。证券化技术的进步，帮助开发商和商业地产所有者通过设立SPV的方式，将资产负债表中的商业地产移除。1999年，新加坡出现了首例商业地产担保的证券化个案，实现证券化的资产是东方海皇集团位于亚历山大路的26层总部大厦。

第三波证券化活动类似美国的CMBS模式，此次浪潮主要由私人房地产基金和REITs推动。2012年，新加坡第一只CMBS由嘉茂信托创立，用于创建循环信贷融资来为现有债务进行再融资。2004年，凯德集团成立了凯德商用（新加坡）有限公司（Capita Retail Singapore Limited，请参见案例8.2），通过发行CMBS以便从欧洲和新加坡的资本市场投资者手中筹集资金，用于收购3家当时尚未被纳入REITs的购物中心。2007年次贷危机之前，CMBS一直是新加坡REITs用来筹集资金的常用工具，尤其乐于将其推向欧洲市场，以此来分散融资风险。

新加坡的商业地产证券化工具

新加坡的房地产公司主要通过3种证券化工具来获得二级房地产市场的资金，包括MBB、CREBS及CMBS。对于CREBS来说，派发给债券持有人的股息来自商业地产租金收入所产生的现金流。另外，在建住宅项目的工程进度应收款项也能产生现金流，因此开发商也使用CREBS将这部分现金流进行证券化。近年来，新加坡的房地产公司还利用转递结构来发行盈利参与证券（profit participation securities）。

MBB

新加坡最早的资产证券化形式是由单一商业地产抵押贷款支持的转付结构债券。[注]MBB的证券化允许银行能够将商业地产抵押贷款从其资产负债表中移除，从而降低其受房地产市场风险的影响程度。[注]另外，提供证券化服务的银行，能够通过协助制订MBB的发行与承销方案来赚取费用收入。

1986年11月，丰隆集团发行了新加坡首只新元MBB，发行总额为1.85亿新元。这只MBB以丰隆大厦的抵押贷款作为担保，丰隆大厦是一座位于中央商务区的办公大厦，大厦共有45 000平方米的可租用面积，并且拥有999年的永久地契，估价机构魏理仕公司（Richard Ellis Limited）对其做出的估价为2.8亿新元。花旗集团投资银行（新加坡）负责这只MBB的融资安排，而东京银行则为其提供担保。丰隆大厦这只5年期的MBB带有票面息率为7.125%的半年息票。6年后，也就是1992年，新加坡第二只MBB由远东机构的上市公司乌节广场酒店控股发行，发行总额为5 100万新元。受到不断上涨的房价推动，MBB的发行活动愈演愈烈，在1994—1997年共发行了16只MBB。远东机构和城市发展/丰隆集团是两家最为活跃的发行商，两家企业所发行的MBB占

到当时市场总额的55.89%。开发商还利用住宅项目和服务式公寓的抵押贷款作为担保进行融资，如远东机构全资子公司金景发展私人有限公司（Goldenview Development Private Limited，简称GDPL）持有的乌节诗阁服务式公寓（Orchard Scotts Deluxe Serviced Apartments，请参见案例8.1）。表8.1列举了自1986年以来在新加坡发行的所有MBB详情，发行总额估计达到27亿新元。

案例8.1 金景地产有限公司发行的MBB

1994年6月，金景地产有限公司（Goldenview Properties Limited，简称GPL）发行了总价值为8 800万新元的MBB，债券以乌节诗阁服务式公寓（简称该资产）于1993年获得的首笔抵押贷款作为担保。该资产共有80套普通公寓及116套跃层公寓，于1982年建成，占地面积为24 427.2平方米，土地出让为99年非永久地契（租约从1989年8月31日起开始生效）。该资产位于新加坡高级住宅区，临近克莱蒙梭大道（Clemenceau Avenue）、安东尼路和碧霞路，主要租户为外企高管人员，出租率高达93%，总租金收入约为1 100万新元。莱坊产业咨询公司 [前身为莱坊蒋福财（产业咨询）有限公司]受委任对该资产进行估值，截至1994年5月12日，以该资产当时的用途是服务式公寓作为估值依据，该资产的公开市场价值估计为1.6亿新元；若将该资产看作一块拥有2.486容积率的空置待开发用地，那么其公开市场价值则是1.7亿新元。

GPL的首只MBB由花旗投资银行（新加坡）负责融资安排与承销，固定票息率为5.125%。债券通过私募的方式向金融机构和私人投资者发售，面值为25万新元，并可在5年后（即1999年）按面值被提前赎回，但是发行商没有义务在债券到期日之前赎回债券。该资产的第一笔合法抵押贷款已用于债券担保，而该资产的租金收入也交由受托人，以此保证按期支付票息并能按面值从债券持有人手中赎回债券。

GPL注册成为公司的同时也成了GDPL的全资子公司，负责持有该

资产并作为发行人筹集资金。GDPL由黄廷方先生的远东机构控制，是债券发行的担保人。除了该资产的第一笔抵押贷款之外，GPL的母公司GDPL也向债券投资者做出承诺，为按时支付票息与本金提供无条件且不可撤回的担保。MBB结构请参见图8.8。

与美国使用第三方担保或者超额担保以实现MBB信用增强的形式不同，此次发行的MBB是由母公司GDPL以第一笔合法抵押贷款作为担保的。此外，担保人还通过信托契约将该资产带来的租金收入交由受托人，以确保发行人履行向债券持有人支付票息的义务。根据该资产1.7亿新元的公开市场估值，发行总额为8 800万新元的MBB，相当于51.76%的等值贷款。对于投资者而言，同当时新加坡市场上普遍低于3%的利率相比，这只MBB所提供的利率相对较高，因此，本次债券发行获得全数认购，其中机构投资者占90%，而剩余的债券则由富有的散户投资者认购。

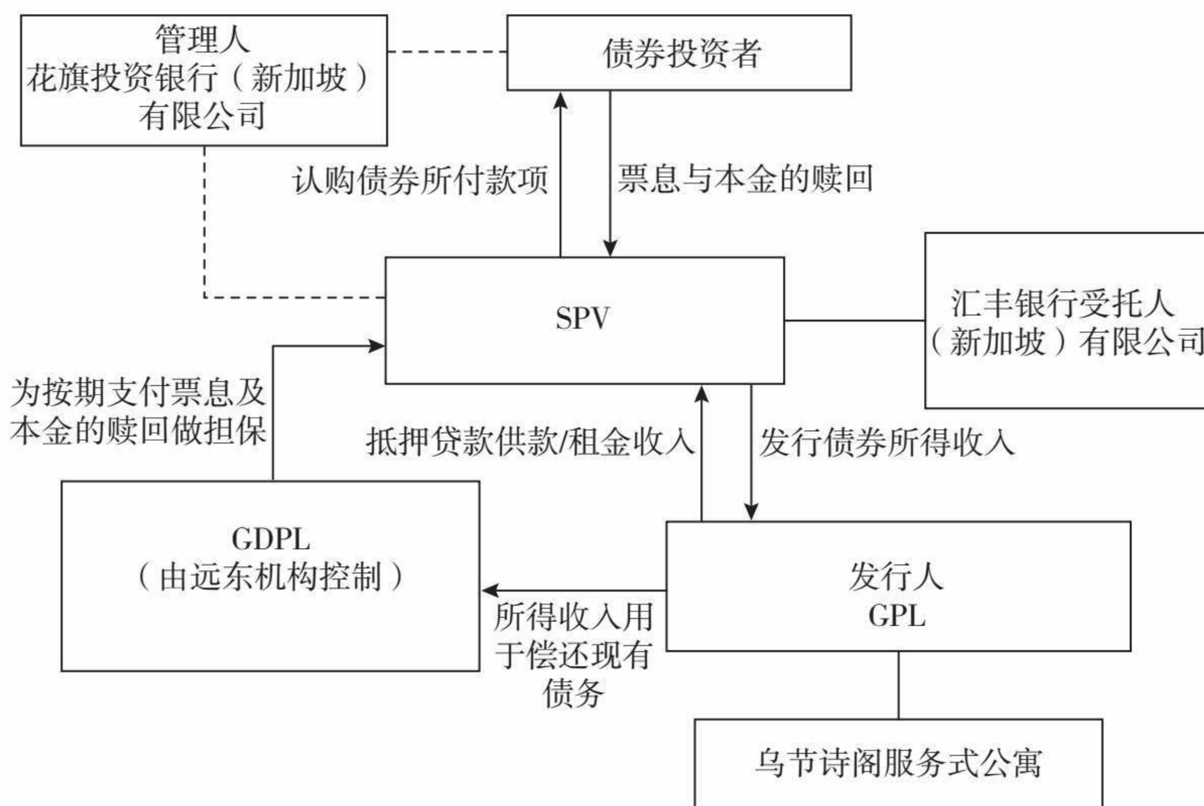


图8.8 GPL发行的MBB结构

通过发行5年期MBB所筹集的资金，部分用于偿还现有银行贷款，部分则用作债券担保人GDPL的额外营运资金。1994年2月28日，GDPL的银行贷款总额约为2.039亿新元。

表8.1 新加坡发行的MBB交易清单

编号	发起人	发行年份	期限（年）	本金（新元）	票面息率（%）
1	丰隆集团	1986	5	185 000 000	7.25
2	乌节广场酒店控股	1992	5	51 000 000	5.625
3	亚文部里地产（Avenbury Property Ltd.）	1994	5	50 000 000	4.7
4	GPL	1994	5	88 000 000	5.125
5	乌节广场酒店控股	1994	5	93 000 000	6.09
6	乌节广场酒店控股	1995	5	150 000 000	5.7
7	比兰部里投资（Branbury Investment Ltd.）	1996	5	210 000 000	4.93
8	城市发展	1996	5	280 000 000	5.5
9	友诺士林肯科技园（Eunos Link Technology Park Ltd.）	1996	5	100 000 000	5.625
10	PLPM 地产（PLPM Properties Ltd.）	1996	7	350 000 000	5.06
11	世盛绿公司（Seasons Green Ltd.）	1996	5	60 000 000	6.5
12	世纪广场发展公司（Century Square Development Ltd.）	1997	5	146 000 000	5.06
13	多佛升起（Dover Rise）	1997	3，4	130 000 000	6.07 – 6.20
14	牙直利 GTS	1997	5	75 000 000	3.02
15	MCL 地产	1997	5	90 000 000	5.09
16	乌节 290 公司（Orchard 290 Ltd.）	1997	5	270 000 000	4.6
17	乌节 300 公司（Orchard 300 Ltd.）	1997	5	180 000 000	4.875
18	贵族保龄球控股	1997	5	30 000 000	3.53
19	利安尼服务公寓公司（Leonie Condotel Ltd.）	1998	5	162 000 000	7.12

资料来源：王、黄和程（2000）。

CREBS

与MBB所采用的表内融资模式不同，新加坡的商业房地产证券化交易在1999年后开始采用一种更为复杂的表外融资模式。这种融资模式与美国的转付型证券化模式更为相似，资产所有权分离是这种模式最重要的一个特点。SPV的设立，是为了将商业地产的法定权利从开发商或所有者的资产负债表中移除，SPV以受托人的身份持有商业地产。此外，作为具有破产隔离功能的实体，SPV能让投资者免受CREBS发起人的业务风险或破产风险影响，从而提高CREBS的信用评级。SPV通过发行带有固定票面息率的附息债券在资本市场中筹集资金，而票息则来自证券化商业地产所产生的租金收入。图8.9为一种典型的CREBS交易模式。

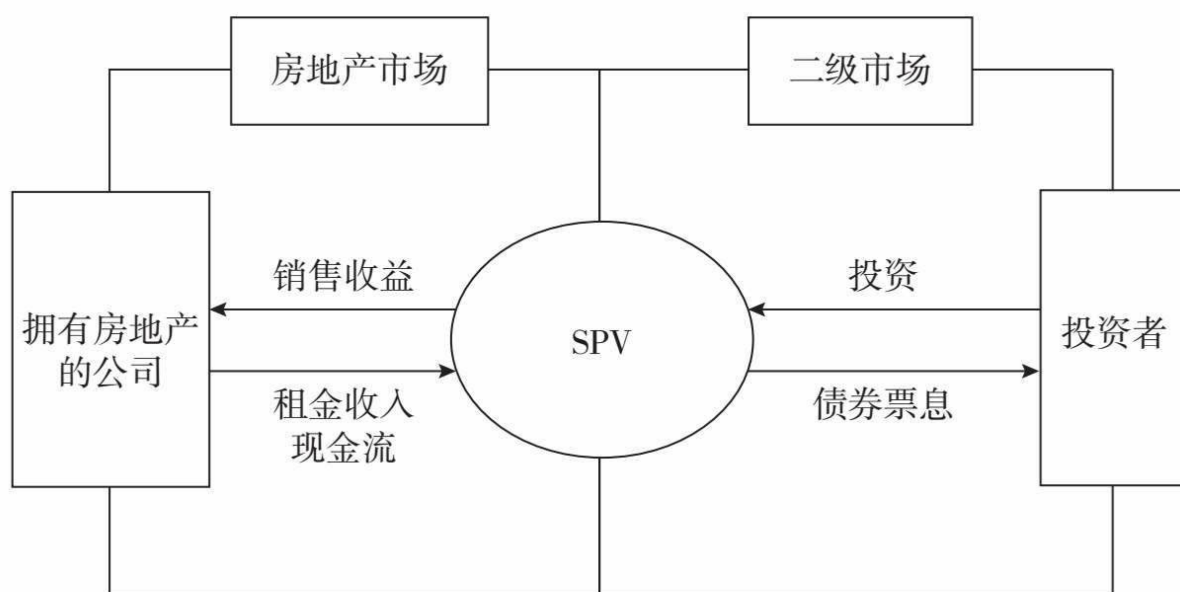


图8.9 典型的CREBS交易模式

商业地产证券化

新加坡首只CREBS是由东方海皇集团在1999年发行的。实现证券化

的资产是东方海皇集团位于亚历山大路的26层总部大厦，售价为1.85亿新元。作为SPV的杰纳布投资有限公司（Chenab Investments Limited），发行了10年期的固定利率CREBS为此次交易筹集资金。从1999到2002年，通过发行由商业地产担保的固定利率债券的交易高达10次，合计筹集资金40.95亿新元（请参见表8.2）。2001年6月，由来福士广场的办公楼和购物商场担保的CREBS发行量达到94.5亿新元，创下了当时最大的发行规模纪录。该商业地产占来福士城（私人）有限公司[Raffles City（Private）Limited]总资产的55%，该公司还拥有混合用途开发项目的会议设施和酒店部分。亭宵公司（Tincel Limited）作为本次债券发行的SPV，共发行了两期10年期固定利率支持债券为此次收购筹集资金。

典型的CREBS（请参见案例8.2）通常都会通过简单的层级结构将发行的债券分为高级债券和次级债券。在违约情形下，高级债券是最后承担亏损的层级，而风险或亏损通常是由次级债券先行承担的，高级债券同时还享有可分配现金流量的优先偿还权。CREBS的最高发行总额可等同于该商业地产的市场价值。此外，CREBS通常不使用第三方担保及超额担保来实现信用增级的目的。

案例8.2 伟设公司发行的CREBS

本案例中，发展置地（现凯德集团的前身）的全资子公司伯奇维斯特投资私人有限公司成立了一个SPV，用以发行债券。债券由位于罗宾森路39号的高档办公楼罗宾森大厦（简称该资产）所产生的现金流作为担保。这只债券于1999年7月发行，共募集到1.93亿新元（1.219亿美元）。在证券化的过程中，持有该资产的控股公司罗敏申大楼私人有限公司（Robinson Point Private Limited）被移出发起人伯奇维斯特投资私人有限公司的资产负债表。图8.10展示了这只CREBS的结构。

在此项买卖协议中，发起人被赋予由SPV持有的该资产的回租期

权与回购期权。根据回租协议，发起人将承担该资产主要承租人的职责，为期10年。作为回报，发起人需要保证租金收入将足以用来支付分配给债券持有人的票息。另外，回购期权赋予发起人以收购价外加适当溢价的价格回购该资产的权利，回购款项可以根据期权行使的日期进行分期偿还。

表8.2 新加坡商业地产担保证券化交易清单

用作抵押的地产名称	地产类型	项目所有人	SPV	债券发行总额（百万新元）	利率		期限	发行日期
					高级债券	次级债券		
东方海皇总部大楼	办公楼	东方海皇集团	杰纳布投资有限公司	185.00	6.75%	7.25%	10年	1999年3月
罗宾森大厦	办公楼	伯奇维斯特投资私人有限公司（Birchvest Investments Private Limited，发展置地）	伟设公司（Visor Limited）	193.00	6.00%	2%	10年	1999年7月
世纪广场	购物中心	第一资本公司	彭伯顿发展有限公司（Pemberton Development Ltd.）	200.00			7年	1999年6月
乌节路268号	办公楼	RE地产（发展置地）	巴隆内有限公司（Baronet Limited）	184.00	5.50%	6.50%	10年	1999年9月
淡滨尼中心（Tampines Centre）	购物中心	星展银行	淡滨尼资产有限公司（Tampines Assets Limited）	180.00	5.63%	6.00%	7年	1999年12月
百得利路6号	办公楼	伯奇维斯特投资私人有限公司（发展置地）	克劳夫控股有限公司（Clover Holdings Limited）	878.00	6.00%	6.50%	10年	1999年12月
来福士城	购物中心及办公楼	来福士控股（Raffles Holdings）	亭宵公司	984.50	5.00%	7.40%	10年	2016年6月
威士玛广场	购物中心及办公楼	艾尔海湾投资（Al Khaleej Investment）/威士玛发展（Wisma Development）	厄普顿（阿斯宾登）控股[Upperton（Aspinden）Holdings]	451.00	4.94%	7.0%（A）/8.85%（B）	5年	2016年5月
勘宝坊（Compass Point Shopping Cenre）	购物中心	星狮集团	森康商城有限公司（Sengkang Mall Limited）	335.00	4.88%	8.00%	10年	2016年11月
资金广场（Capital Square）	办公楼	吉宝置业	昆斯利控股有限公司（Queensley Holdings Limited）	505.00	4.50%	—	7年	2016年11月

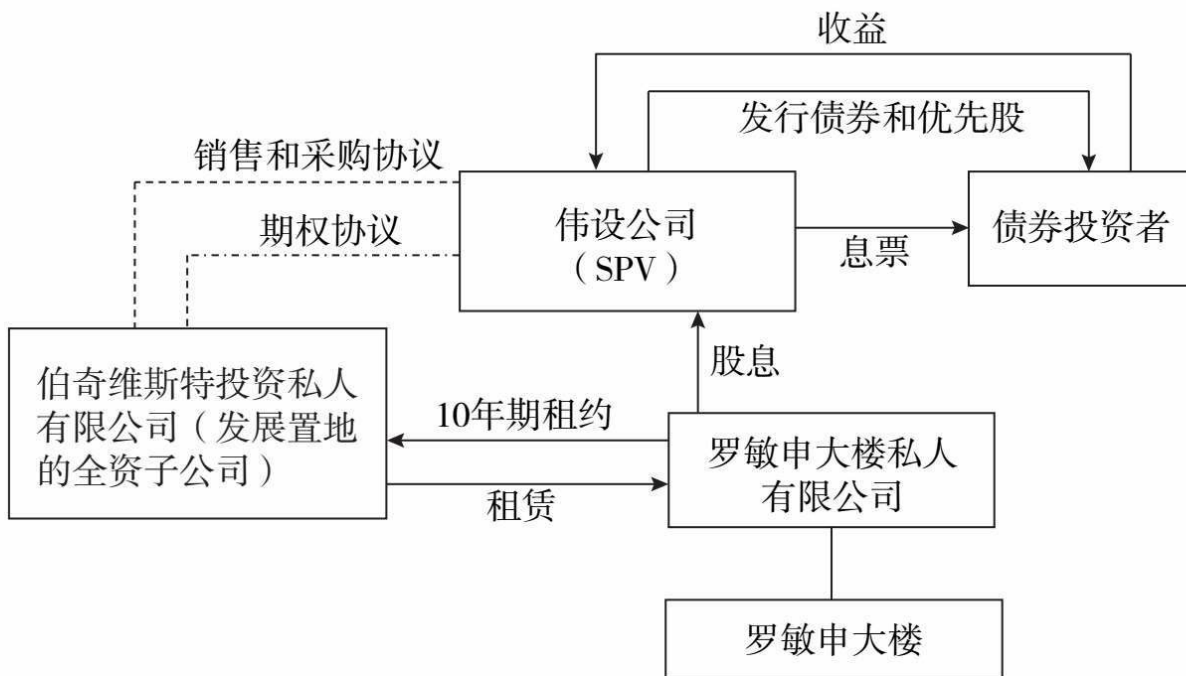


图8.10 罗敏申大楼CREBS的结构

资料来源：Sing，Ong and Sirmans（2003）及伟设公司CREBS债券发行招股说明书。

SPV伟设公司总共发行了1.93亿新元（1.219亿美元）的10年期固定票息债券，以此为收购高档办公楼筹集资金，其中包括1.25亿新元的高级债券（12 500股A级优先股）及0.68亿新元的次级债券（6 800股B级优先股）。高级债券的固定年收益率为6%，而次级债券的固定年收益率为2%，两者都是每半年付息一次。

此次交易协议列有复杂的回购期权和回售期权。SPV被赋予看涨期权，此期权可在3年后以及债券到期前6个月之间的任何时间行使。若行使看涨期权，SPV则有权以票面价值外加适当溢价的价格回购该资产。如果该资产的价值超过1.93亿新元（1.219亿美元）的债券票面价值，那么溢价部分才会通过优先股的方式分发给债券持有人。另外，SPV还与债券持有人签订了看跌期权协议，允许债券持有人在看涨期权期满失效但债券仍尚无赎回时，将该资产卖给SPV。这个回售期权只能在债券到期前最后6个月内行使。(注)

证券化地产的销售条款与条件内通常包含回购期权和回租期权。[注]回购期权赋予发起人以原价外加适当溢价的价格回购证券化地产的优先权利，溢价随时间而波动。发起人（所有者）通过行使回购期权可保留地产的升值潜力。而发起人还可以通过行使回租期权，成为该证券化地产的主要承租人，从而确保租金收入的现金流足以偿还债券持有人的债务。作为退出选择，SPV被赋予回售期权，该期权赋予SPV在债券到期时将该地产以市场价格回售给发起人的权利，回售期权可确保债权在到期时被完全赎回。2001年，新加坡注册会计师协会按照国际会计准则修正并调整了新加坡会计准则之后，CREBS交易中的嵌入式期权新准则规定不再符合会计准则中“真实”的销售要求。[注]在早期CREBS交易中售出的商业房地产资产，又被重新合并到资产负债表中。[注]这项针对房地产资产移出表外的会计准则与之前相比更为严格，为此大大减少了开发商或房地产所有者利用CREBS模式将商业地产进行证券化所获得的经济效益。[注]

住宅开发项目证券化

由于新加坡的银行不准备将住房抵押贷款移出表外，美国式的RMBS在新加坡未被采用。然而，新加坡的开发商却使用创新型的金融工具，将那些预售住宅开发项目获得的现金流进行证券化，现金流来自在建住宅项目中购房者应该向开发商缴交的工程进度款。尽管用作抵押的是购房者按工程进度缴交的款项而不是住房抵押贷款，但这种证券化模式在新加坡仍被称为RMBS。工程进度款由购房者按照工程进度打入项目账户，而开发商会将这笔款项在证券化的过程中“出售”给SPV。相应的，SPV为了支付这笔“收购”款，就会随之发行由这组现金流担保的债券。RMBS的期限通常与项目完成的时间密切相关。证券化过程中收到的一次性预付款项，被开发商用于支付开发项目的施工费用，从而降低融资成本。

新加坡首只以工程进度款作抵押的RMBS于1999年发行，款项来自由百腾地产（凯德置业的前身）在勿洛蓄水池区域开发的清景园（The Clearwater）单个住宅开发项目。清景园RMBS的发行总额为1亿新元，债券为期3年并附有4.75%的固定息率，由东京三菱国际（新加坡）有限公司 [Tokyo-Mitsubishi International（Singapore）Limited]负责融资安排和管理。2001年，凯德新加坡住宅（CapitaLand Residential）将住宅开发项目证券化的模式运用到多个住宅开发项目，将向阳楼（Sun Haven）、棕林园（Palm Grove）和阁楼（The Loft）这3个在建住宅项目的工程进度款进行证券化（请参见案例8.3）。通过RMBS筹得的资金被用于支付土地和工程成本。表8.3列出了新加坡已完成证券化的住宅开发项目，开发商从这10个住宅开发项目证券化交易中共筹集到28.2亿新元的资金。

表8.3 住宅开发项目现金流证券化交易清单

发行人	发起人	发行日期	到期时间	抵押资产	发行总额 （百万新元/百万美元）	 （百万新元）
西尔维拉克投资有限公司（Silverlac Investment Ltd.）	百腾置地	1999 年 7 月	2002 年 7 月	清景园	S $ 100. 00	S $ 100. 00
布里泽地产私人有限公司（Brizay Property Pte. Ltd.）	陈唱国际（Tan Chong International）	2000 年 9 月	—	威比居（Wilby Residence）	S $ 146. 00	S $ 146. 00
佩里多投资有限公司（Peridot Investment Limited，简称 Peridot）	凯德新加坡住宅	2001 年 6 月	2009 年 6 月	阁楼、棕林园、向阳楼	S $ 200. 00	S $ 200. 00
茉莉花投资公司（Jasmine Investment Corp.）	吉宝置业	2002 年 6 月	2007 年 12 月	埃奇沃特（Edgewater）、巴特沃斯 8 号（Butterworth8）和阿玛兰达花园（Amaranda Garden）	S $ 302. 00	S $ 302. 00
阿拉贡投资公司（Aragon Investment Corp.）	凯德新加坡住宅	2003 年 1 月	2009 年 12 月	水景轩（Waterina Project）	S $ 121. 00	S $ 121. 00
里维埃拉投资（Riviera Investment）	先得坊地产	2003 年 8 月	2006 年 8 月	优景阁（Cote d'Azur）	US $ 162. 00	S $ 275. 53[①]
亚玟投资公司（Arwen Investment Corp.）	凯德新加坡住宅	2004 年 4 月	2006 年 12 月	来益园和帝国公寓（Botanic on Lloyd and The Imperial）	S $ 155. 60	S $ 155. 60

发行人	发起人	发行日期	到期时间	抵押资产	发行总额（百万新元/百万美元）	发行总额（百万新元）
法拉米尔投资公司（Faramir Investment Corp.）	凯德新加坡住宅	2006年3月	2009年3月	城光和雯雅园（Citylights and Varsity Park）	S$332.70	S$332.70
奥凯诺斯投资公司（Okeanos Investment Corp.）	凯德集团/华丰股份有限公司（CapitaLand / Hwa Hong Corp）	2007年1月	2009年6月	利发门（Rivergate）	US$477.00	S$687.45[2]
维斯塔投资公司（Vesta Investment Corp.）	凯德新加坡住宅/力宝华润有限公司（Lippo Resources China）	2007年7月	2009年10月	大都会和史各士高园（Metropolitan，Scotts HighPark）	US$346.00	S$498.66[2]

①汇率：2003年1美元可兑换1.7008新元（资料来源：新加坡金管局）。
②汇率：2007年1美元可兑换1.4412新元（资料来源：新加坡金管局）。
资料来源：凯德置业。

案例8.3 在建住宅项目工程进度款的证券化

凯德集团利用抵押担保债券（CMO）模式，将阁楼、棕林园和向阳楼这3个在建住宅项目的应收工程进度款进行证券化。为了将在建项目的工程进度款移出集团的资产负债表，凯德集团成立了一个SPV，名为Peridot（佩里多）。2001年6月15日，Peridot为筹集收购资金发行了总额为两亿新元的RMBS。此次发行的债券附有固定利率的票息，每半年付息一次。债券共分为4个级别，其中“AAA”级债券占总发行量的80%，票面总价值为1.6亿新元。债券的结构请参见表8.4。

表8.4 Peridot发行的RMBS结构

级别	债券类型	评级	债券价值（百万新元）	息票率（%）
A级	固定利率	AAA	160	3.71%
B级	固定利率	AA	18	3.83%
C级	固定利率	A	12	4.09%
D级	固定利率	BBB	10	4.79%

资料来源：Peridot信息备忘录。

Peridot的RMBS以3个在建住宅项目的工程进度款项作为抵押。如果这3个在建项目全部售出，那么项目总价值预计为5.042亿新元。在实际发行时，只有71.1%的项目单位被售出，总售价估计为3.586亿新元。表8.5总结了作为抵押品的3个在建住宅项目的具体情况。

表8.5 3个在建住宅项目

	阁楼	棕林园	向阳楼	合计
位置	纳森山（Nassim Hill）	棕林道（Palm Grove Avenue）	樟宜东路上段（Upper Changi Road East）	
地契种类	99 年	999 年	永久产权	
土地面积（平方英尺）	81 095	130 528	242 502	454 125
核准容积率	1.4	1.4	1.6	
可出售净面积（平方英尺）	108 000	167 000	391 000	666 000
住宅单位总数（套）	77	111	295	483
售出单位总数（套）	34	77	251	362
售出单位总数与总单位总数之比	44.2%	69.4%	85.1%	
发行日期	2000 年 3 月	2000 年 6 月	2000 年 6 月	
取得 TOP 的日期	2003 年 3 月	2002 年 12 月	2004 年 6 月	
取得法定完工证书（CSC）的日期				
当前总销售额（百万新元）	59.20	74.60	224.80	358.60
未售出单位的估价(百万新元)	75.80	30.90	38.90	145.60
预期项目总价值（百万新元）	135.00	105.50	263.70	504.20

资料来源：Peridot信息备忘录。

这宗RMBS交易由德国裕宝联合银行（Bayerische Hypo-und Vereinsbank AG）新加坡分行负责管理和融资安排。该6年期债券于2007年6月到期。债券发起人凯德集团利用债券筹集的资金为该项目现有债务进行了再融资，并为这3个在建项目支付工程成本。图8.11

概括性地展示了以3个在建住宅项目的工程进度款作为抵押的证券化结构。

CMBS

嘉茂商用信托和腾飞房产投资信托这两只REITs于2002年在新加坡交易所成功上市后，REITs已取代CREBS，成为开发商在资本市场上用来筹集资金的一种新型且更受欢迎的融资方式。随着更多REITs的上市以及现有REITs房地产投资组合的日益扩大，REITs市场迅速增长。尽管REITs的杠杆率相对保守，注但它们积极探索如何管理资本结构，尤其是在寻找利率风险的对冲方案方面。REITs通过发行中长期固定票息的CMBS，将房地产资产的浮动利率抵押贷款进行证券化。在这个过程中，商业地产抵押贷款中的浮动利率债务被转换为CMBS的固定利率债务。

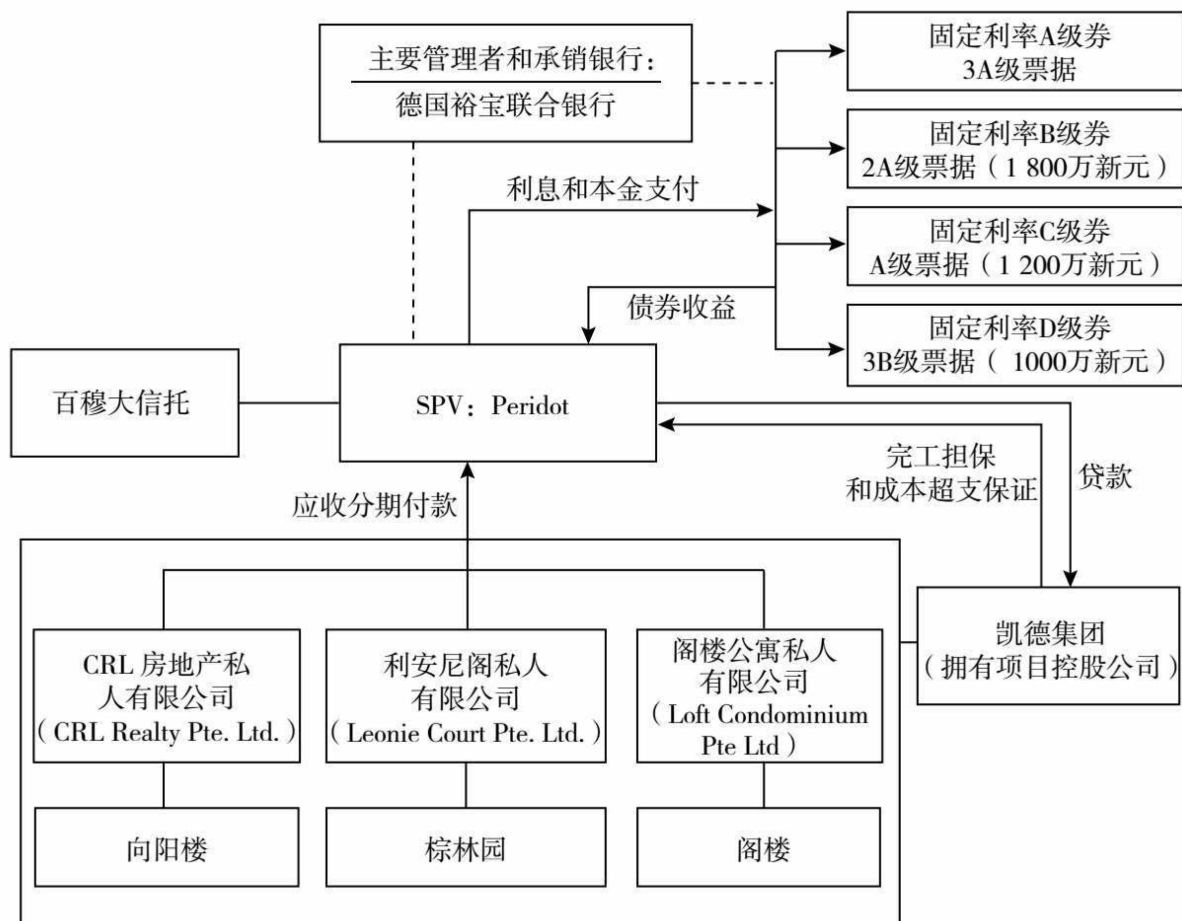


图8.11 在建住宅项目工程进度款的证券化结构

与那些只涉及单一资产的CREBS不同，REITs所发行的CMBS采用了MBB模式，该模式将多个商业地产的抵押贷款合并进一个SPV，进而发行多重级别的证券。这种拥有多重级别的CMBS与美国的CMBS几近相同，唯一的区别是新加坡抵押贷款担保证券的发行机构是REITs，而非银行。

公开上市的REITs和私募房地产基金，是新加坡CMBS的主要发行者，如凯德商用（新加坡）有限公司发行的CMBS（请参见案例8.4）。2002年2月，嘉茂商业信托为了获得1.72亿新元的定期贷款和2 800万新元的循环信贷融资，便通过SPV银枫投资有限公司（Silver Maple Investment Corporation Limited）发行了CMBS，这笔抵押贷款以嘉茂商业信托投资组合中的3家购物中心作为抵押担保。从2003年6月到2005年

10月，嘉茂商业信托又通过发行CMBS获得了另外3笔以美元计价的定期贷款融资，贷款总额达到5.226亿美元（相当于7.9796亿新元），这只CMBS以嘉茂商业信托投资组合中的9处零售物业作为抵押担保。2004至2005年，腾飞房产投资信托通过SPV翡翠资产有限公司（Emerald Assets Limited）分别发行了两只不同级别的CMBS，发行总额为3.09亿欧元（6.2356亿新元）。这两只CMBS以40处工业地产作为抵押担保。截至2006年9月，共有31只CMBS在新加坡发行，债券总值高达59.1亿新元（请参见表8.8）。

案例8.4 凯德商用（新加坡）发行的CMBS

凯德商用（新加坡）发行的CMBS，是新加坡REITs运用商业地产抵押贷款证券化的一个典型模式。凯德商用（新加坡）是由凯德集团成立的私募地产基金，用于持有3家于2003年9月以5亿新元的价格收购的城郊购物中心。凯德商用（新加坡）发行了两个级别以欧元计价的4年期CMBS及3个级别以新元计价的CMBS，筹集资金总额达到2.9617亿新元（不包括由发行人持有的E级债券）。注CMBS的契约到期日是2008年2月27日，但该到期日可在加息基础之上延长至2009年8月27日的最终到期日。A级和B级CMBS组成高级债券，共发行8 100万欧元（1.801 7亿新元）并采用浮动利率；而其他3个级别的CMBS则组成次级债券，采用固定利率，其中D级和E级债券未获评级。这只CMBS的构成情况如表8.6所示。

表8.6 凯德商用（新加坡）发行的CMBS

CMBS	发行规模	利率	信贷评级	
			穆迪	标普
A 级	0.675 亿欧元	浮动	Aaa	AAA
B 级	0.135 亿欧元	浮动	Aa2	AA
C 级	0.33 亿欧元	固定	A2	A
D 级	0.83 亿欧元	固定	未评级	未评级
E 级	2.13 亿欧元	固定	未评级	未评级

注：根据2004年的汇率，1欧元兑2.2243新元（资料来源：新加坡金管局）。
资料来源：穆迪和标普。

为这只CMBS提供担保的3家城郊购物中心分别是：鲤河商城、第一乐广场和武吉班让大厦。3家购物中心的详细情况请参见表8.7。

表8.7 3家购物中心详细情况表

地产	地产类型	地契种类	总建筑面积（平方英尺）	净可出租面积（平方英尺）	抵押贷款（百万新元）	独立估价（百万新元）
鲤河商城	4层楼高的城郊购物中心，位于盛港新镇	99年，于1997年12月6日起生效	109 244	80 686	40.674	67.80
第一乐广场	7层郊区购物中心，位于蔡厝港	99年，于1993年12月1日起生效	301 516	207 961	152.00	253.30
武吉班让大厦	3层郊区购物中心，位于武吉班让	99年，于1994年12月1日起生效	215 259	146 030	100.54	167.60

注：独立估价是指世邦魏理仕的独立估价。

这3家郊区购物中心抵押贷款的总额估计为2.9317亿新元，根据其当时的市场价值计算，贷款价值比约为60%。这只CMBS的分级结构，为高级债券投资者（A到D级）提供了应对违约风险的信贷保障。相对于未获评级的E级债券持有人，这些高级债券投资者在抵押资产的分配上更具优先权。这3笔贷款具有交叉担保的性质，从而进一步提高了CMBS的信用级别。发起人凯德商用新加坡信托以6 000万新元的价格认购了30%的E级债券，包括由4 500万新元的股权和1 500万新元的债务构成的投资组合。相比将凯德商用（新加坡）的3处地产直接注入投资组合，凯德商用新加坡信托通过收购E级债券间接持有这些地产的方式降低了对其杠杆率的影响，杠杆率仅从29.7%略微上升到31.2%。注这只CMBS中的E级债券属于增利型收购项目，它为凯德商用新加坡信托带来了8.2%的超额收益。

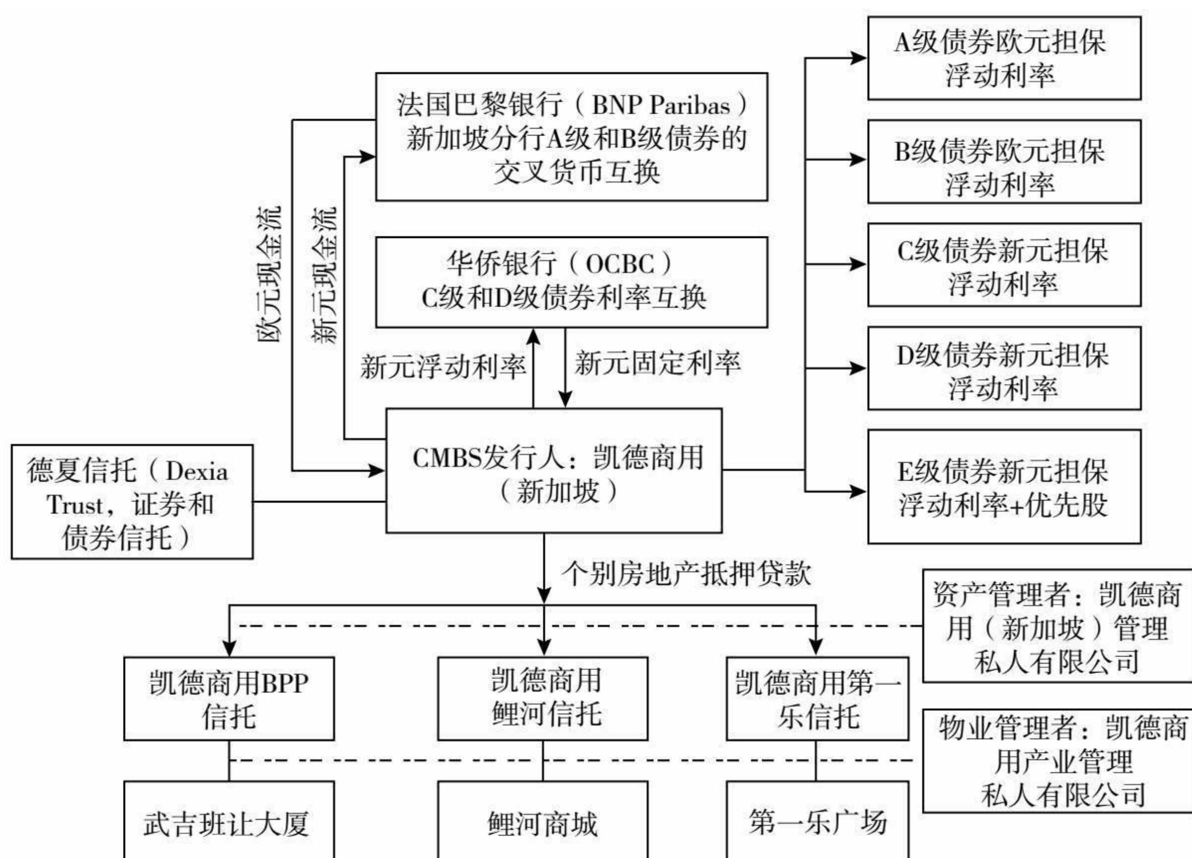


图8.12 凯德商用（新加坡）发行的CMBS结构

资料来源：程、王和黄（2004）。

图8.12是这只CMBS的结构示意图。A级和B级这两组债券都采用浮动利率，其息票率与欧元区银行同业拆借利率挂钩，票息支付也使用欧洲货币形式。在债券发行之前，凯德商用（新加坡）的SPV与法国巴黎银行和华侨银行签订互换合约，以此确保所收到的现金流具有应对货币和利率风险的保障。

CMBS为房地产私募基金、开发商、REITs、房地产二级市场和机构投资者带来诸多好处。对于资金使用者来说，CMBS市场为REITs提供了另一个通向海外市场获取资本的途径，特别是对于此类高评级房地产担保证券有强烈需求的欧洲货币市场。通过发行CMBS，REITs可获得稳定且长期的资金来源；同时通过将资产现金流与商业地产抵押贷款担保证券所需偿还的票息进行配对，REITs由此可对冲利率波动的风险。在长期高级债券与无风险金融产品之间利息差额较低的情况下，这种融资方式格外具有吸引力。

表8.8 新加坡CMBS交易清单

CMBS 发行人	商业地产抵押人	发行日期	债券期限	债券级别	货币	发行总额（百万新元）	总价值（百万新元）	商业地产名称
银枫投资有限公司	嘉茂商用信托	2002/02/26	5年	系列001：浮动利率债券	新元	172.00	969.96	嘉茂商用信托资产组合中的3家零售商场：福南科技广场、碧山第8站、淡滨尼广场
		2003/06/26	7年	系列018：浮动利率债券	美元	72.10		IMM大厦
		2004/08/02	5年	系列022：浮动利率债券	美元	195.00		狮城大厦
		2005/10/31	7年	系列025：浮动利率债券	美元	255.50		白沙浮购物广场、后港商城、裕廊娱乐中心、三巴旺购物中心
凯德商用（新加坡）有限公司	持有3处地产的3只单一目的信托	2004/02/27	4年	A级：浮动利率债券	欧元	67.50	492.46	3家购物中心：鲤河商城、第一乐广场、武吉班让大厦
				B级：浮动利率债券	欧元	13.50		
				C级：固定利率债券	新元	33.00		
				D级：固定利率债券	新元	83.00		

CMBS 发行人	商业地产抵押人	发行日期	债券期限	债券级别	货币	发行总额（百万新元）	总价值（百万新元）	商业地产名称
凯德商用（新加坡有限公司）	持有 3 处地产的 3 只单一目的信托			E 级：固定利率债券	新元	213.00	492.46	3 家购物中心：鲤河商城、第一乐广场、武吉班让大厦
银阁楼投资有限公司（Silver Loft Investment Corporation Limited）	嘉茂商产信托	2004/03/16	5 年	A1 级：浮动利率债券	美元	90.00	520.06	资金大厦、百得利路 6 号、星河中心、罗敏申大楼、武吉士村、金鞋停车场，马吉街停车场
				A2 级：浮动利率债券	美元	147.00		
				A3 级：浮动利率债券	美元	47.00		
				A4 级：浮动利率债券	美元	56.60		
翡翠资产有限公司	腾飞房产投资信托	2004/08/05	5 年	浮动利率债券	欧元	144.00	623.56	17 处地产：商业园区地产（6 处）、轻工业地产（4 处）、高科技工业地产（2 处）、配送和物流中心（5 处）

CMBS 发行人	商业地产抵押人	发行日期	债券期限	债券级别	货币	发行总额（百万新元）	总价值（百万新元）	商业地产名称
翡翠资产有限公司	腾飞房产投资信托	2005/05/12	7 年	浮动利率债券	欧元	165.00	623.56	23 处地产：物流和配送中心（6 处）、高科技工业地产（6 处）、轻工业地产（10 处）、商业科技园区（1 处）
咏文有限公司（Winmall Ltd.）	裕廊坊房地产有限公司（Jurong Point Realty Ltd.）	2004/10/27	5 年	A 级：浮动利率债券	新元	73.00	520.00	裕廊坊购物中心
				B 级：固定利率债券	新元	86.00		
				C 级：固定利率债券	新元	9.00		
				D 级：固定利率债券	新元	36.00		
				未评级债券（固定利率或浮动利率 + 次级浮动利率债券）	新元	316.00	520.00	裕廊坊购物中心

CMBS发行人	商业地产抵押人	发行日期	债券期限	债券级别	货币	发行总额（百万新元）	总价值（百万新元）	商业地产名称
白金ACI有限公司（Platinum ACI Ltd.）	新达信托	2005/05/30	4.5年	浮动利率债券	欧元	320.00	645.76	新达城购物中心&新达城办公大厦（共契地权）
凯旋资产有限公司（Triumph Assets Ltd.）	置富产业信托	2005/07/28	5年	AAA：浮动利率债券	港元	1 735.00	466.27	中国香港11家零售商场
				AA级：浮动利率债券	港元	360.00		
				A级：浮动利率债券	港元	290.00		
猎户座有限公司（Orion Prime Ltd.）	佳盛信托（Prime REIT）	2005/9/20	5年	浮动利率	欧元	186.20	375.75	义安城&威士玛广场（共契地权）
布洛索姆资产有限公司（Blossom Assets Ltd.）	亚洲K信托（K-REIT Asia）	2006/05/17	5年	A级：浮动利率	欧元	80.40	192.52	4座办公楼：吉宝中心、GE大楼、浮坊办公楼、保诚大厦（共契地权）
				B级：浮动利率	欧元	15.00		
银橡树有限公司（Silver Oak Limited）	嘉茂商业信托&嘉茂商产信托	2006/09/07	5年	A1级：浮动利率	美元	427.00	844.60	来福士城：办公楼、酒店、购物中心和会议中心及停车场
				A2级：浮动利率	欧元	30.00		
银橡树有限公司（Silver Oak Limited）	嘉茂商业信托&嘉茂商产信托			B级：浮动利率	美元	86.50	844.60	来福士城：办公楼、酒店、购物中心和会议中心及停车场
星光黄晶有限公司（Star Topaz Limited）	星狮地产信托	2006/09/19	5年	浮动利率	新元	260.00	260.00	3家购物中心：长堤坊、纳福坊和艾格坊

此外，若将多个抵押贷款集合起来组成一个贷款群组，还可实现规模经济效应，这将进一步降低融资成本。对于机构投资者而言，CMBS拓宽了具有固定收益特征房地产资产的投资选项。债券市场的信贷评级规定及监管机制，也有助于提高房地产二级市场的信息效率。[注]

盈利参与证券

2014年12月，城市发展通过转递证券化结构将价值为15亿新元的圣淘沙景项目（The Quayside Collection）进行证券化。[注]圣淘沙景项目是位于圣淘沙岛的一个综合开发项目，包括一家拥有240套客房的豪华酒店、44 121平方英尺的零售商业空间和228套住宅单位。城市发展、黑

石和马来西亚联昌国际银行（CIMB）共同持有SPV，并发行7.5亿新元的盈利参与证券，三方在SPV中所持有的股权分别是37.5%、48.9 %和13.6%。该证券以圣淘沙景项目的现金流作为担保，承诺年利率为5%的5年固定收益。倘若此开发项目的住宅单位在5年后出售，则会将所得收入分配给盈利参与证券的投资者。

结语

新加坡证券化进程的推进者主要是资金的使用者，包括房地产开发商、商业地产所有者和REITs。银行主要关注一级市场上商业地产贷款的发放业务，但也有部分银行在支持和构建房地产二级市场的交易中扮演着关键角色。这些银行负责提供全方位的专业支持和服务，包括构建资产池、设立SPV、向投资者提供分层证券并承揽分销业务，及现金流的征收和发放等。

与美国市场相比，新加坡属于新兴的证券化市场，仍处于初级发展阶段。1985年经济危机和1997年亚洲金融危机之后出现的流动性紧缩，迫使新加坡的房地产开发商利用证券化来获取其他资金来源。自1986年推出新加坡首只MBB之后，开发商在金融创新方面不断突破。伴随时间的推移，新加坡的证券化模式从早期发行的以单一商业地产抵押贷款作为担保的MBB起步，逐渐演变成更为复杂的多元资产多重层级证券化结构。从2002年开始，很多房地产基金和REITs便开始把CMBS当成一种资本管理工具，用来管理融资风险，特别是利率风险。

2007年的次贷危机为新加坡CMBS市场带来了重大冲击，新发行CMBS几乎中断，市场一度暂时停止交易。当时，由于利率较低，同时因美国和其他发达国家施行扩张性货币政策而导致大量资本涌入，资金使用者更容易在新加坡一级借贷市场上获得廉价资金。正因如此，新加

坡开发商完全没有到二级市场寻找资金的压力和紧迫感。然而，CMBS回归新加坡房地产市场指日可待。面对着逐渐增加的融资成本，及商业银行对房地产市场的惜贷行为，新加坡房地产二级市场预期将再次恢复活力。

---

1. 所谓脱媒，是指随着经济金融化、金融市场化进程的加快，商业银行主要金融中介的重要地位在相对降低，储蓄资产在社会金融资产中所占比重持续下降及由此引发的社会融资方式由间接融资为主向直、间接融资并重转换的过程。

2. 资料来源：Green，Richard K.，and Susan Wachter（2005）“The American Mortgage in Historical and International Context. ”Journal of Economic Perspectives，Vol. 19，No. 4，pp. 93-114。

3. 2003年的汇率为1美元兑1.7008新币（资料来源：新加坡金管局）。

4. 1968年汇率为1美元可兑换3.0612新币（资料来源：©2015 by Prof. Werner Antweiler，University of British Columbia）。2007年汇率为1美元可兑换1.4412新币（资料来源：新加坡金管局）。

5. CMBS的高级-次级结构的现金流是按照由上往下的方式进行发放的，但是亏损会按反向顺序分配，最低级的债券持有者会最先承担损失。

6. 资料来源：Nueberg，S. E. D.，（2008），“The Anatomy，History and Future of Commercial Loan Securitization，”Commercial Mortgage Insight，July 2008。

7. 抵押贷款渠道机构是从事商业贷款发行，并将贷款证券化后出售CMBS的商业或投资银行。这些公司为小型低质量商业地产所有者提供资金。传统贷款机构通常不会为这类所有者提供贷款。

8. 1996年汇率为1美元兑换1.3998新币。2007年汇率为1美元兑换1.4412新币（资料来源：新加坡金管局）。

9. 2008年汇率为1美元兑换1.4392新币。2009年汇率为1美元兑换1.4034新币（资料来源：新加坡金管局）。

10. 2013年汇率为1美元兑换1.2653新币。

11. 机构发行RMBS、非机构发行RMBS和CMBS在2014年共占未偿还抵押贷款总额的87%。

12. 资料来源：The Securities Industry and Financial Markets Association（SIFMA）。

13. 资料来源：Stiglitz，J.，（2007），“House of Cards，”guardian. co. uk，9 October 2007。

14. 资料来源：Blinder，Alan S.，“Six Fingers of Blame in the Mortgage Mess，”The New York Times，September 30，2007。

15. 关于这一点，请参阅“Opportunities in Asian Debt Markets-Strategies to Deepen the Singapore Debt Market，”by the Second Minister for Finance，Singapore，Mr Lim Hng Kiang，at the Finance Intelligence Asia（FIA）-Asian Financial Markets Conference，（02 May 2000）。

16. 资料来源：Sing，T. F. and Ong，S. E.（2004），“Residential Mortgage Backed Securitization in Asia: The Singapore Experience，”Journal of Real Estate Literature，Vol. 12 Issue 2，p159-179。

17. 资料来源：Ong，S. E.，Ooi，J.，and Sing，T. F.（2000）“Asset Securitization in Singapore: A Tale of Three Vehicles，”Real Estate Finance，Summer，pp. 1-10。

18. 按照新加坡银行业法案第19章规定，银行发行的房地产贷款总额不可超过新加坡本地存款额的30%。

19. 关于这些期权的更多细节及定价，请参考Sing，T. F.，Ong，S. E. and Sirmans，C. F.（2003），“Asset-Backed Securitization in Singapore: Value of Embedded Buy-Back Options，”Journalof Real Estate Finance&Economics，Vol.27，No.2，pp.173-180。

20. 资料来源：Sing，T.F.，Ong，S.E.and Sirmans，C.F.（2003），“Asset-Backed Securitization in Singapore: Value of Embedded Buy-Back Options，”Journal of Real Estate Finance & Economics，Vol. 27，No. 2，pp. 173-180。

21. 新加坡会计准则33中对如何判断金融资产或债务的控制权已转移至第三方制定了具体规定。对于金融资产，如果满足下列条件，该转移将被视作有效：1.资产受让方有权利销售或者抵押该资产。2.资产转让方无权重新收购已出售的资产。

22. 资料来源：Rashiwala，Kalpana，（2002），“CapitaLand seen buying back 2 more securitised buildings，”Business Times，22 November，2002。

23. 资料来源：Fan，G. Z.，Sing，T. F.，Ong，S. E. and Sirmans，C. F.（2004）“Governance and Optimal Financing for Asset-Backed Securitization，”Journal of Property Investment & Finance，Vol. 22，No. 5，pp 414-434。

24. 根据《房地产基金指南》，REITs的总杠杆率不可超过35%。拥有信用评级报告的REITs的总杠杆率则不可超过60%。

25. 根据2004年的汇率，1欧元兑2.2243新元（资料来源：新加坡金管局）。

26. 资料来源：“CapitaMall Trust-An Indirect Route to Asset Acquisition，”Asia Pacific Equity Research Report published by investment bank，J. P. Morgan Securities，on 10September 2003。

27. 资料来源：Sing，T. F.，Ong，S. E. and Ng，K. H.（2004），“Commercial Mortgage

Backed Securitizationin Singapore: The Challenges Ahead，”Real Estate Finance，pp.14-27。

28. 资料来源：Khoo，Lynette（2014），“CDL ties up with Blackstone，CIMB to monetise Sentosa Cove assets，”Business Times，17 December 2014。

第九章

房地产教育

余熙明



导言

房地产教育的作用在于培育可推动房地产业发展的人才，本章追溯了房地产教育在全世界尤其是在新加坡的发展。伴随新加坡房地产50年变革之路，房地产学位课程也做出了重大调整，以满足不断变化的业界需求。事实上，作为新加坡唯一提供房地产学位课程的院系，新加坡国立大学房地产系早在1969年，也就是新加坡取得独立后的第四年便已成立，并源源不断地为房地产业输送毕业生。如今，无论是在政府机构还是在私人领域，都可以看到新加坡国立大学房地产系校友的身影，他们中的很多人已经在专业咨询公司、REITs机构、房地产开发企业或其他与房地产相关的企业及各级政府机构中担任领导职务。本书最后一章汇编了部分身居新加坡房地产业领导岗位的校友们对于行业的意见和建议，他们当中就有来自1969年建系之初的第一批校友，而今他们都在新加坡房地产业的各个领域贡献着力量。这既反映了业界领袖和专业学者之间的精诚合作，更是校友与母校之间的密切联系。

全球房地产教育的成长与发展

由大学提供的房地产教育，最早可以追溯到20世纪初的英国，甚至更早时期处于19世纪与20世纪交替之际的美国。多年以来，房地产学位课程的发展主要沿袭两大学术流派：英国模式和美国模式。在房地产教育的初期阶段，英国模式将专业技术能力和实体房地产知识作为教育的核心，而美国模式则侧重于更广泛的房地产行政与管理方向的教育。如今，这两个模式之间彼此交叉融合，这是教育工作者针对用人企业对毕业生的现实需求所做出的响应，兼具房地产和商业管理知识的毕业生越来越受到欢迎。

自英国房地产管理学院（College of Estate Management）成立之日起，全日制测量专业教育至今已开设多年，该学院曾在1922年获颁皇家特许状。从1918年起，伦敦大学（University of London）的房地产管理理学学士学位（BSC）可以通过全日制或在职学习的形式获得，该课程一般以学院相关笔记加以辅助。1919年，剑桥大学正式推出房地产管理学位课程，作为对当时房地产教育的补充。此后多年，上述学位课程是英国仅能提供的房地产教育高度，直到1964年全国学术奖励理事会（Council for National Academic Awards）创立后，才为高校的高等教育发展铺平道路。

在美国，威斯康星大学（University of Wisconsin）于1892年首先推出学院级别的房地产课程。1927年，国家房地产委员会（现国家房地产经纪人协会）教育和研究理事长亚瑟·默茨克（Arthur Mertzke）意识到，要进入房地产业工作的个人需要经过更高水平的专业培训。[注]当时，美国共有52所高校提供此类房地产专业培训。

传统的英国特许测量专业专注在五大领域：估价、法律、经济学、建筑施工和规划。随着时间的推移，为了满足行业发展的需要，诸如管理、金融和IT等新的知识领域被引入核心课程。这种模式旨在培养特许测量师在技术以及项目开发方面的专业核心技能。该模式确保毕业生不仅可以获得必备的知识和技能，而且还能更深入地了解特许测量师这一角色对于其他房地产专业人士的作用，如建筑师、土地测量师、工料测量师和工程师等。这种多学科模式，让接受培训的特许测量师全面了解法律与规划框架，甚至建筑施工技术。

相形之下，美国模式则是作为商业管理的一部分进行开发。韦默（Weimer，1956）认为最适合房地产课程教学的方法是商业和行政管理。[注]他强调，房地产课程应当更加重视以下主题：房地产职能在现代企业组织结构内的地位、房地产行政管理与企业履行的其他职能之间的关系及制定房地产相关问题的合理管理决策时所需要的分析技术。达索（Dasso，1976）进一步断言，财务管理框架是将房地产作为一门学科

加以认知的最适合的工具。[注]同样，格雷斯卡普（Graaskamp，1976）认为，一所大学的房地产课程应以工商管理学院为中心。[注]虽然美国模式的发展起源完全不同于英国模式，但是两者都采取多学科教学方法，只是各自在课程的学科组合方面可能会有所不同。

新加坡房地产学位课程，处在上述两个学派之间，采用折中方式从两大学派中分别组合了一些模块。例如，课程既包含了英国模式的规划和法律模块，同时也大量涉及财务和商业管理模块，这几乎同美国模式的课程如出一辙。

在国际上，大学水平的房地产教育已经日臻完善。不断趋于成熟的房地产专业，无论是在发达经济体还是发展中经济体中，都获得了更高的地位和认可。在中国，大学纷纷增开房地产学位课程的举动，反映了近20年来住宅物业价格上涨和城市化进程加快的需求。

房地产学位课程在其他国家大学里的发展，主要是在第二次世界大战结束之后。尤其是在英联邦国家，将房地产专业从技术层面和职业文凭水平自然而然地发展为学位课程。例如，在位于爱德华太子路的新加坡理工学院建筑与房地产管理系成立之后，新加坡大学才在1969年推出房地产管理学士学位课程。除了全日制课程之外，该系在20世纪70年代初，还推出两个“专升本”的在职课程。在澳大利亚和新西兰，虽然两国均已具备非常成熟的估价和土地经济学文凭课程，但是直到20世纪70年代末和80年代初才引入房地产学士学位课程。

新加坡房地产教育的主要里程碑

早期的新加坡房地产高等教育，主要借助英国的房地产管理学院、本地理工学院联手在科伦坡计划奖学金资助下的新西兰大学，合作开设估价文凭课程，该奖学金由新西兰方面资助，旨在帮助新加坡作为一个

年轻的国家培养自己在估价方面的专业人才。20世纪60和70年代，由于新加坡早期房地产管理学位课程培养的毕业生人数有限，为此那些在科伦坡计划奖学金资助下的文凭持有者，纷纷回到新加坡并以估价师的身份在税务局就职。20世纪80年代初，在本地大学就读房地产学位专业的只有50多人，90年代时就增长到现在的规模，即达到大约150人。

1969年，新加坡大学正式推出房地产教育，新成立的建筑学院由原新加坡理工学院的建筑学院和建筑与房地产管理系组建而成，地址仍位于爱德华太子路新加坡理工学院校园内。1970年，建筑学院迁至淑女山路的金洛斯屋（Kinloss House）。当1976年新加坡大学肯特岗新校区落成后，建筑学院再次由淑女山校区搬迁至肯特岗校区。事实上，建筑学院是最早一批迁至肯特岗校区现址的学院之一。建筑与房地产管理系共推出两个基础学位课程：建筑学理学学士学位课程和房地产管理理学学士学位课程。两者都是四年制直接荣誉学位课程。

自1969年推出全日制大学课程后不久，为了满足那些已获得理工学院毕业文凭的学生的需要，建筑学院又在此后的几年开设了“专升本”在职课程。事实上，必须承认的是，房地产培训首先从理工学院起步，并一直持续发展到今天。当毕业于理工学院的学生对大学学士学位的需求有所增加时，建筑与房地产管理系适时在1999—2006年期间推出了两门在职学位课程，即房地产管理和房地产估价。而今，新加坡的理工学院继续提供房地产或与房地产相关的文凭课程，而新加坡国立大学则仍然是全国唯一提供房地产学士学位课程的大学。

最初几届就读房地产管理理学学士学位课程的学生大约只有20人，而担任主要授课任务的是几位全职教师（外籍人士居多），此外还有一些本地的业内人士担任兼职教师加以辅助。截至20世纪70年代末80年代初，房地产管理理学学士学位课程的报读人数增长了两倍之多。当新加坡大学和南洋大学在1980年合并成为新加坡国立大学时，本地全职教师的招聘人数有所上升。同年，职业技术教育委员会为建筑与房地产管理系的扩张铺平了道路。自20世纪90年代起，建筑与房地产管理系的学生

和教师队伍显著增长，目前，全职教师超过25人，而学生规模则达到约700人，这些数字表明该系已成为当今世界上最大的房地产学术机构之一。

1996年，房地产管理理学学士学位更名为房地产理学学士学位，这是一个重要的里程碑。这次更名反映出课程的关注焦点已从狭窄的房地产管理领域转移至更广泛的涵盖范围，包括与房地产业相关的一系列专业学科。另一个关键性的发展，发生在10年后的2006年，随着建筑学理学学士学位被更名为新的工程与设施理学学士学位，房地产学位拥有了独立招生权。30多年来，这两个学士学位一直共享第一年的课程安排，共享课程可以在最大程度上分享双方课程的优势资源。同时，这一做法也为学生们提供了一个建立关系的平台，由于建筑业和房地产业之间密切相关，通过共享课程这一平台建立的友谊将有助于学生们未来的职业生涯发展。1993年，作为新加坡国立大学校友会的分会之一，建筑与房地产管理校友会正式成立。事实上，自成立之日起，它一直在同时吸纳来自两个专业的毕业生。

专业学位的一个重要特征是它们需要获得专业机构的认证。这意味着毕业生在毕业后可成为此类专业机构的一员，当然前提是他们需要累积足够的工作经验。自20世纪80年代起，理学学士学位就已获得来自本地的新加坡测量师与评估师学会的认证，而且也在1989年获得了来自RICS的认证。这些机构的会员资格，为会员们提供了丰富的专业与职业发展网络，同时，也可为会员们提供在那些认可此类机构会员资格的海外国家就业的机会。此外，若想获得新加坡估价师执照，先决条件就是取得本地机构的会员资格。

1986年，建筑与房地产管理系专门为物业与房地产管理从业者推出了更高的学位课程，即物业与维修管理理学硕士学位课程。随后，这个硕士学位课程在1992年被房地产理学硕士学位课程所取代，新的学位课程目标定位于那些第一学位并非房地产专业的房地产从业人员，旨在帮助他们提高房地产专业理论和概念知识水平。自2004年起，房地产系联

合新加坡国立大学商学院共同推出工商管理学硕士学位课程（房地产方向）。自2013年起，其又联合建筑系共同推出城市规划硕士学位课程。

房地产系还同时开设了硕士和博士研究生学位。在过去的15年里，随着该系在研究领域尤其是亚太地区的声誉不断攀升，报读学位课程的人数也有了显著增长。事实上，房地产研究中心早于1991年成立，之后于2007年被提升为校级研究院水平的新加坡国立大学房地产研究院，该研究院以帮助教师和学生开展学术研究为己任，尤其是在利用国际平台方面。

课程发展

1969年，房地产管理理学学士学位正式推出，目的在于培养出有能力在建筑业胜任行政管理职位，同时具备工料测量、估价和房地产管理的专业技能的毕业生。该课程主要沿袭了英国模式，而且是针对相对狭窄的就业市场而设计的。20世纪70年代，当第一批学生毕业时，新加坡房地产市场初建不久，规模还比较小，也不够完善。当时，课程主要是为了迎合政府部门、法定机构和少数开发商、顾问及大型房地产控股企业的需要。自此以后，随着房地产业务在新加坡及亚洲地区的传统领域逐渐扩张开来，并且融入金融、银行和投资领域，就业市场也就因此有了大幅增长。

市场出现的变化，势必要求课程编排做出相应调整。事实上，在过去的40年里，课程一直都在进行定期的重大修订。在课程编排的修订过程中，首先需要收集来自业界的反馈意见，而后需要获得大学体系内各级部门的逐层审阅和批准，最终需要获得大学教务委员会的批准。由于整个修订过程需耗时6~18个月，因此重大修订通常只能每5到7年才进行一次，这样的安排使得修订内容可在四年制的课程里被逐步推行开来。

显然，房地产业风云变幻，诸如主要政府政策或全球发展动态等，都会对房地产市场和行业实践产生深远的影响，正因如此，所有这些都必须及时在课程编排中得以体现。

全球趋势也塑造和影响着新加坡国立大学房地产课程的编排。首先，由于房地产所有者不断参与证券化活动，这就增加了对那些具备房地产金融与证券知识的专业人员的需求。其次，新加坡房地产企业的区域性扩张及在中国、印度和越南这些新兴经济体迅速推进的城市化进程，也为毕业生创造出不少就业机会，尤其是那些熟谙新型城镇化的城市规划政策并了解新加坡及区域内城市规模开发的专业人才。为了满足这些需求，在2010年最近一次的课程修订中，新加坡国立大学房地产课程特别推出了两个专业方向——房地产金融和城市规划。

在过去的50年里，新加坡大学教育的教学模式也发生了巨大的改变。1995年，年终考试评估系统被模块化系统所取代。模块化系统允许学生跨学科选择课程，以此作为扩大学生学术兴趣的手段。该系统的重点在于确保毕业生具备良好的专业能力，这对工程、建筑和房地产等专业学位有着深远的影响，也意味着为了适应更广泛和更普遍的教育，一些核心模块课程需要被重新定义和简化。

综上所述，房地产教育发生了五大范式转变：

（1）一个更广泛的知识库。学生们除了学习房地产开发的技术知识基础以外，还要接受选读科学技术及人文社科这类通识教育课程。此外，学生还需选读新加坡文史课程，以便了解新加坡的历史和发展。

（2）更加灵活的跨学科模块化学习。向模块化课程的转变，有助于扩大学生们的视野，让他们能够将学习延伸到房地产课程以外的学科。

（3）强化对于房地产地位的认识。快速的城市化进程及资本市场的全球化增长，使得学生更加了解房地产的作用和重要意义。为

了适应这一不断增长的关注点，房地产系提供了房地产和城市研究两个细分研究方向。

（4）增加对于房地产金融的关注。随着房地产市场从简单的实体经济模式转变为以资本市场为中心的商业模式，这就需要纳入更多更加深入的有关金融和资本市场的学科模块，从而使毕业生具备房地产和金融方面的相关知识储备。

（5）将侧重点由本土化转向全球化。自20世纪90年代以来，区域化与国际化使得大批海外开发商和大量海外资本涌入新加坡。这也促使本地企业到新加坡以外寻求更广阔的经济发展空间。从教育的角度来说，这意味着学生需要接触新加坡以外更广阔的天地。因此，课程修订的目的就是为了教授给学生最佳全球实践，而“交换生计划”则是为了让学生们有机会在海外的学术研究机构学习。例如，新加坡国立大学房地产系为海外学生提供暑期交换课程，以便让他们深入了解新加坡的商业环境与国家政策；而房地产系本科生则可以在大学三年级的时候选择海外合作大学一个学分选修课程，以便更加深入地了解其他国家房地产交易背后所依托的社会经济、人口和政治问题。

时至今日，房地产理学学士学位课程旨在培养能够了解与建筑环境相关的物理、经济、制度和社会等各个方面的房地产专业人士，并具备在本地和全球范围内创造和管理房地产财富的专业知识和能力。虽然房地产专业大多数的核心课程，包括规划、法律、经济、金融、估价和管理等内容基本保持不变，但是为了适应房地产业不断变化的需求，一些技术性学科，如建筑理论与实践、建筑服务和测量等课程，逐渐被一些以商学为中心的学科所取代，如涉及投资、市场分析和研究的相关课程。表9.1对比了1969年和2015年的课程设置情况，包括建筑与施工、法律、规划、经济、估价、金融和管理等核心课程。这些年有过几次主要的课程修订，很显然，课程的重点发生了明显的改变。虽然专业建立之初较为注重与建筑和施工相关的技术性课程，但如今为了适应就业市

场的需求变化，课程侧重点更多地转向管理和金融类模块。

表9.1 1969年和2015年的课程

核心领域	1969 年	2015 年
建筑与施工	建筑史 测量与调平 结构设计理论 1 －2 建筑学 1 －3 建筑理论与实践 1 －4 地球科学 建筑服务与设备 工料测量	建筑设计与施工
法律	法律原理 1 －4	土地法 房地产金融法 房地产开发法
规划	城乡规划	城市土地利用与开发 城市规划 城市规划高级课程 城市设计与保护 城市规划学术研讨会 高级城市规划理论 公共政策与房地产市场 亚洲城市规划

核心领域	1969 年	2015 年
经济	产业经济学 房地产经济学 建筑经济学与成本规划	经济学原理 统计学概论 房地产市场分析 房地产经济学 房地产开发
估价	土地与建筑估价 1－2	房地产估价原理 物业税与法定估价 高级房地产估价
金融	金融理论 会计原理 1－2	房地产金融基础 房地产金融 房地产投资分析 房地产企业投资 房地产金融学术研讨会 REITs 管理 房地产证券化 房地产风险分析与管理
管理	管理学原理 房地产管理 1－2	物业与设施管理 专业沟通 房地产营销与谈判 房地产实践与职业道德 研究方法论 房地产计量方法 高级房地产营销

培养行业需要的毕业生

我们采访过的大型房地产顾问和开发商都曾提及，训练有素的专业人才也将继续成为新加坡的关键性优势。从早期的理工学院到新加坡国立大学开始创建房地产管理课程，雇主都能够聘请到拥有房地产专业知识的毕业生。这已被证实是新加坡的显著优势，因为直至今日仍有一些亚洲国家没有能够培养房地产专业人才的大专院校。事实上，过去10年来一个新兴的趋势是，在中国和越南等发展中国家开发项目的开发商，从新加坡国立大学招聘了许多房地产专业的毕业生，特别是那些来自中国或越南的新加坡国立大学毕业生，这是因为他们不仅具有本土优势，而且还接受过国际化的教育。除此以外，来自亚洲发展中国家的外国学生人数也有不断增长的趋势，这意味着新加坡国立大学正在间接地帮助这些处于房地产市场开发阶段的国家培养专业人才。

另一个增长领域表现在金融方面，这是因为雇主明确提出自身的需求已转向那些具有投资和金融知识的毕业生。在当今房地产市场上，将房地产与金融学的核心理念融为一体的做法，被视为强大的组合并备受追捧。

此外，实践训练一直以来都被视为专业学位的基石，它通常是课程的重要组成部分。在早期入学人数规模较小的时候，学生们通常都可以在漫长的假期里找到在私人公司实习的机会。当专业机构授予资格认证时，实践培训是其中的强制性条件，而房地产系也必须给学生安排去政府机构或私人企业实习的机会。但是，随着入学规模的不断僧大，继续强制性地安排实习已经变得不切实际。为此，房地产系针对本科三年级的学生推出房地产实习计划（Real Estate Internship Programme），该计划作为一门学分选修课程，让学生以竞争的方式争取实习机会。尽管房地产实习计划有一定的局限性，但大部分学生都能够在大二或大三的假期期间至少获得一次实习经验，这无疑对其未来走向职场大有帮助。

除了为投身职场做好准备，如今的雇主也在寻求具有高效沟通能力的毕业生。以房地产顾问行业为例，早期的房地产顾问主要作为物业业主代表并为他们提供传统的房地产服务，如今他们所扮演的角色已从这

种单一模式切换到50：50的分工模式，即他们既可能作为物业业主代表，也可能作为租户代表，并同时为业主和租户提供更加广泛的服务。这一转变要求毕业生需要具备更加广泛的知识基础及更加灵活的应变能力。他们必须有能力与所有利益相关者进行有效的沟通，包括公共部门、业主、租户、客户及物业使用者。

为了培养既有专业能力又善于言辞的全能型毕业生，房地产系还推出了一些创造性举措，如房地产领袖培训计划及学生大使。推出这些举措的主要目的是邀请那些具备潜在领导能力的学生参与到有业界领袖参加的活动或其他行业研讨会中去。

房地产研究和高管教育

房地产教育的确在一个国家的实体和经济发展中扮演着重要的角色。它为建筑环境的开发、使用和管理提供了所需的专业人力资源。新加坡房地产教育强调毕业生所具备的技术能力和专业知识，这些都有助于推进新加坡实现工业化及城市景观的转变。随着新加坡转为以服务为导向、以知识为基础的经济体，房地产教育也把重点转向了管理和金融领域。除了是唯一为行业提供房地产教育的大学院系，新加坡国立大学房地产系还在学术研究与高管教育方面做出了重要贡献。

学术研究一直以来都是大学的另一个重要组成部分，随着大学的声誉越来越多地与其研究成果相关联，大学的研究职能变得更加重要。在这方面，房地产系联手随后成立的校级研究机构——房地产研究院，已经跻身全球房地产研究领域的顶尖机构之列，并成为该领域在亚洲的领先机构。自身声誉的提升，促进了新加坡国立大学与其他知名大学结成重要的合作伙伴关系，如清华大学、香港大学、马斯特里赫特大学和麻省理工学院等。此外，良好的声誉也有助于吸引美国顶尖大学的博士毕

业生加盟房地产系。

除了提供上述的正规教育，房地产系多年以来还致力于推出面向高级管理人员的课程和项目。通常，这些课程专为下列客户而设：新加坡外交部、政府法定机构、本地企业、外国政府、外国机构及外国公司。新加坡一直是一些发展中国家的赞助国，这些国家派遣高级行政人员参加城市管理课程，为此，房地产系开设了有关公共住房与市镇理事会等议题的课程。此外，房地产系也专为政府法定机构，如新加坡建屋发展局、裕廊集团、国家公园局和新加坡土地管理局量身定制一些有关房地产的基础或高级课程。房地产系还曾为一些外国机构开设专门的房地产课程，这些外国机构包括越南物价局、中国各省市的地方政府，甚至印度尼西亚那些正在筹建房地产学位课程的大学教职人员。在过去的几年里，房地产系还成功推出房地产金融证书课程，这个课程聚焦于搭建房地产和资本市场之间的桥梁。

未来的挑战

众所周知，房地产教育所面临的挑战是持续的。虽然房地产新闻占据了媒体报道相当大的篇幅，但是一般情况下公众都会将其与房地产中介联系在一起。不知何故，房地产业所涉及的专业活动却不大为人所知。一个可能的原因或许是大家习以为常地认为房地产就是环境的一部分，因此它的存在被视为理所当然。公众对房地产的漠视或缺乏真正的了解，一直都是吸引中学毕业生报读房地产学士学位课程的一大挑战。

如今教育行业所面对的最大挑战就是持续的变化。如上文提及，当意识到有关基金管理行业的房地产专业知识需求增加时，就需要利用灵活的教学课程安排来满足这个不断变化的行业需求。目前来看，模块化系统为个性化的通识教育提供了最好的手段；但是，学校必须确保该专

业的核心竞争力不受到任何影响。另一个不断变化且日益重要的问题是环境的可持续性。由于房地产教育也在寻求解决方案以应对快速城市化和全球化所带来的挑战，故而环境的可持续性对其而言有着直接的影响。

新加坡的房地产业面临的一个重大挑战就是要跟上科技创新所带来的快速变化节奏。房地产的各个领域已经感受到了数码科技所造成的影响及移动通信的威力。从零售商面对便捷而又经济的电子商务所带来的挑战，到爱彼迎（Airbnb）作为酒店业强有力的竞争者取得的巨大成功，毕业生必须认识到科技是如何影响终端用户的，他们也须了解科技是如何影响人类行为与互动的，这样才能准确评估由此带给实体房地产的影响及其价值。此外，他们还需要依靠科技加强沟通，比如，他们可通过利用软件和应用程序来提高物业管理服务的完善程度与响应能力。房地产从业人员还需要警惕来自那些新近出现的数据整合商的竞争，例如房地产交易所和网上房地产集团Property Guru。虽然这些竞争对手目前只是房地产数据的提供者，但它们完全有能力利用在线平台来取代从事房地产销售与租赁业务的房地产中介，如房产顾问或房产代理人这类角色。

从学术角度来看，移动通信技术也以前所未有的方式拓展着学术研究机构的涉及领域。在线教学和虚拟课堂已经取代或辅助传统的授课与辅导系统；在某些情况下，校外学习意味着学生足不出户即能获得学位。这些授课的新方式，意味着学生随时随地都可以学习，而且房地产教育工作者必须考虑如何通过创新途径协助学生更加便捷地获取课程内容。当务之急是，大学需要善加利用这些新技术，以便吸引到更年轻、更具有流动性和挑战性的潜在房地产专业人士。特别是在学生选择房地产专业时，将难以自行整合定制的学习计划，他们依然需要接受大学教育所能提供的严谨和全面的房地产培训课程。

从根本上讲，房地产教育面临的关键性挑战是如何在一个边界逐渐淡化且科技日渐丰富的世界里保持相关性。课程设置在需要具备灵活性

的同时，还须侧重于通过核心课程确保其专业能力，同时还要能够适应市场的变化。同样，教育工作者不仅需要跟上业界不断变化的步伐，还要在继续塑造未来一代的思想观念的同时，适应学生的观念转变。

---

1. 资料来源：Mertzke，A.（1927）“Status of real estate education in the United States”，National Real Estate Journal，June 1927。
2. 资料来源：Weimer，A.（1956）“The teaching of real estate and business administration”，Land Economics，Feb 1956。
3. 资料来源：Dasso，J（1976）“Real estate education at the university level”，Recent Perspectives in Urban Land Economics，University of British Columbia。
4. 资料来源：Graaskamp，J.（1976）“Redefining the role of university education in realestateandurbanlandeconomics”，The Real Estate Appraiser，Mar-April，23-6。

第十章

夯实基础，锐意变革

程天富 余熙明



房地产系统概述

威斯康星大学麦迪逊分校已故教授詹姆斯·格里克普（James Grasskamp）对房地产的定义是“ ……一般而言，房地产是一个人为划定的空间，地理位置相对固定，旨在特定时间内开展活动。除了空间的3个维度（长度、宽度和高度），房地产还有第四个维度，即用以占用和获利的时间维度。这可被称作时空特性。时空概念可以借助下列词条加以说明：每月所占用的公寓数量、每晚所占用的旅店客房数量、每年所占用的面积总数和每小时所占用的网球场数量。房地产的基本要素就是任何时空单位都有与之相对应的货币价值。虽然很多涉及房地产项目的价值判断和争论，都会以‘优质’和‘美丽’这种难以界定的标准作为判断基准，但是在货币经济中，最终极的判断标准仍然是金钱。”注

格里克普教授还进一步提及，房地产开发就是一个创造时空单位的过程。房地产开发过程会包括3组参与人员，即空间建造者（开发商）、空间使用者（家庭和企业）及基础设施与服务提供者（政府）。

在房地产资本市场上，商业企业担负着将时空单位转换为货币-时间单位的任务。房地产系统是由时空市场和货币-时间市场组成的，同时这两个市场是由居于中心位置的政府所连接起来的（请参见图10.1）。政府在其中所扮演的角色包括规范货币-时间市场的活动，及通过提供基础设施与服务来支持时空单位的创造过程（更多详情，请参见第二章）。在新加坡，政府还负责为新加坡人建造可负担得起的公共住房，同时也负责向私人开发商出售土地，以建造新的商业和住宅空间（时空单位）。开发商通过银行贷款或者发行公司债券的形式，从资本市场获得资金。市场建造的空间用来满足各种空间用户的需要，如住房、商业和生产。这些空间用户通过支付租金换取空间的使用权，租金可以被转换为资产价值（货币-时间单位），而资产价值可由投资者在资本市场上套现。时空单位和货币-时间单位的转换流程，连同政府为

确保公平竞争而扮演的监管角色，组成了一个完整的房地产系统。

以不同市场的相互关联为代表的不同群体之间的互动（如图10.1圆圈所示），对于确保房地产系统的平稳运行非常重要。高效的房地产系统，不仅可以造就有组织且可持续的城市化进程，而且还能创造财富及营造优质的生活-工作-娱乐空间。在过去的50年里，新加坡经历了快速的城市化进程，从第三世界国家一跃成为第一世界国家。如果没有政治领导者的长远目光和坚强意志，新加坡绝无可能取得这样的成功。如图10.1所示，房地产系统中各个利益相关者的协同努力也是一个必不可少的因素。首先，政府负责制定长期的城市规划蓝图；其次，开发商则负责在市场上发挥自身的企业家精神和勇于承担的冒险精神，同时也负责从运作良好的金融市场中筹集资金；最后，一个健康的经济体自然会产生对房地产空间的需求。在这个房地产系统中，各方均以各自的方式为新加坡的国家建设和城市发展发挥着巨大的作用。

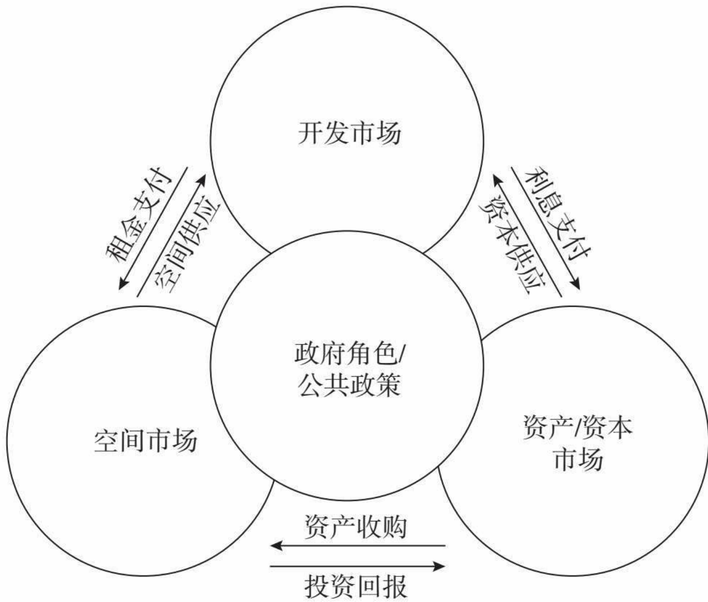


图10.1 房地产市场系统

新加坡国立大学房地产系成立于1969年，当时是建筑与房地产管理系。成立该系的目的是通过提供高等教育和正规培训以培养房地产专业人士，从而推进新加坡在建国初期的国家建设。1995年，该系与建筑系

合并为建筑与房地产学院，后又与建筑学院一起组建了建筑、房屋与房地产学院。2001年6月，该学院再次经历升级重组，学院名称改为设计与环境学院。同年，建筑与房地产学院被分成两个独立的系别：建筑系和房地产系。2006年，校级研究机构——房地产研究院成立。其目的在于推动具有极大影响力的房地产学术研究，并作为房地产研究院和房地产系的共同代言者，来提升新加坡国立大学房地产专业的知名度。

在过去的50年里，新加坡国立大学房地产专业已经培养了许多批房地产专业人才，他们以各种方式对新加坡过往50年的房地产变革做出了重大的贡献，将新加坡建设成为世界上最宜居的城市之一，[注]也是最受欢迎的商业城市之一。[注]众多毕业于新加坡国立大学房地产系的校友，也将他们的房地产专业技能带到海外，在新加坡以外的房地产市场上创造时空单位和货币-时间单位。因此，作为本书的最后一个章节，这里适时整理了一些来自新加坡国立大学房地产系校友对于新加坡过去和未来房地产及城市发展的思考，他们当中的很多人已是该领域的行业领袖。本章剩余内容将分为3个部分：首先，探讨新加坡国立大学房地产教育的可持续生态系统，这一系统持续不断地培育并造就了大量的房地产专业人士和行业领袖。其次，整理了一些杰出校友对于过往50年新加坡房地产变革之路的反思，及他们对于未来房地产市场的期望。他们的观点和评论将按主题排序，而这样的编排也与本书的内容结构相一致。最后，对上述校友们的观点做出总结，并对一些可能影响新加坡房地产市场的大趋势做出预测。

房地产专业人士和教育

图10.2展示了新加坡国立大学房地产教育生态系统在培育和塑造房地产专业人士与行业领袖方面所发挥的关键作用。作为一个高等教育机

构，其作用之一就是满足国家在城市化和发展进程中的人力需求。在新加坡转型成为一个宜居并可持续发展的国际化大都市的过程中，通过为国家输送专业人才，新加坡国立大学房地产系以各种方式做出了重大贡献。

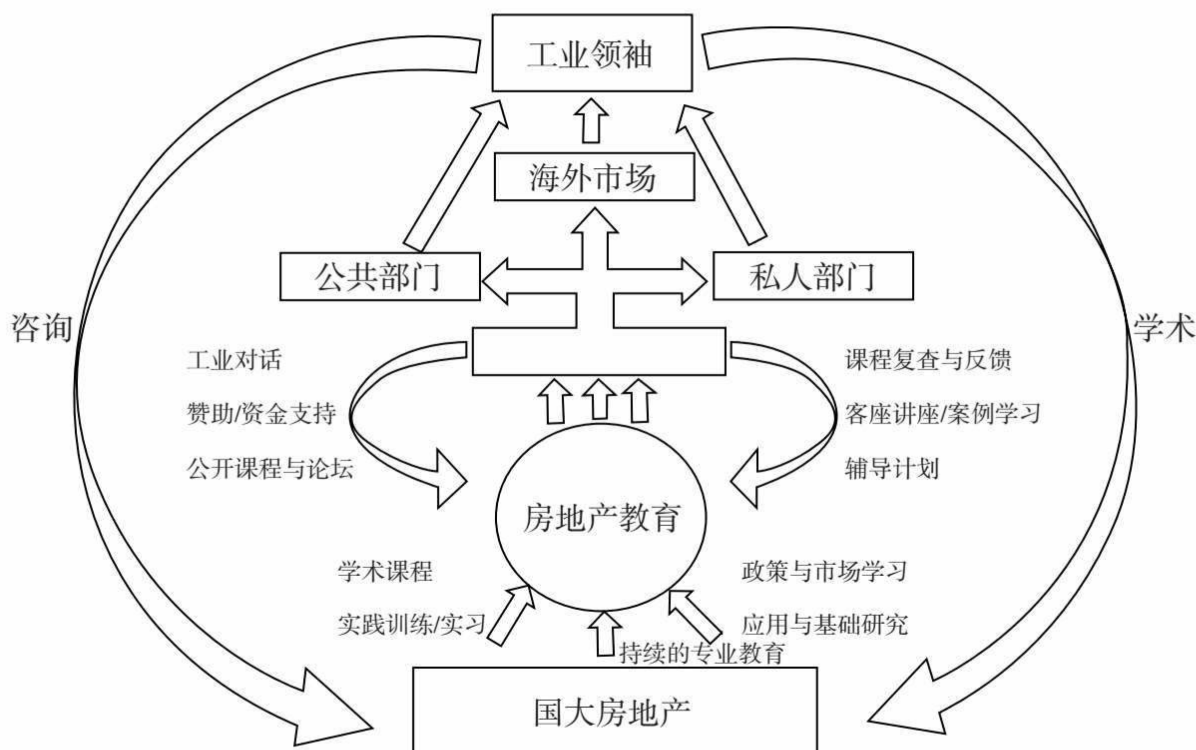


图10.2 房地产专业人士的生态系统

新加坡国立大学房地产系校友的影响力和存在感，无不体现在新加坡政府机构和私人企业乃至海外领域，在涉及城市发展、建筑环境和房地产业务的各种活动中。新加坡国立大学房地产专业已经造就了众多行业领袖，正是他们在把新加坡建设成现代化花园城市方面发挥了举足轻重的作用。该专业通过行业对话、公共论坛、研讨会和导师等平台和渠道，不断密切与行业和校友之间的联系。校方也经常邀请校友和业界人士来校开展讲座，与在校学生一起分享经验并提供就业咨询。此外，在课程编排修订时，校方也会征集这些校友和业界人士对现有课程的看法和意见，从而确保房地产课程、内容和授课方式能够及时更新。

很多在房地产领域担任行业领袖的毕业生，都与母校重新联系，并以各种形式为母校贡献时间和资源。他们中的一些人以咨询顾问甚至是以领导者的身份返回校园提供帮助。还有一些人通过担任兼职、全职或客座教学人员的职务，直接参与培养下一代领导者。

作为新加坡国立大学房地产专业首批毕业生的一员，林兰源博士曾在1987—2000年期间担任建筑与房地产学院的院长。本书合著者之一薛义华博士，也是该专业的早期毕业生之一。自他从新加坡政府投资公司房地产投资有限公司总裁职位荣退以后，目前担任新加坡国立大学房地产研究院主席兼房地产系客座教授。许连碹博士（毕业于1981年）曾是新加坡国立大学房地产系的教职成员，随后进入业界工作，而今她在卫生部和环境及水源部担任国家高级政务部长。费绍尔副教授（A. P. Muhammad Faishal Ibrahim）也曾是房地产系的教职成员，目前被调派到教育部兼社会及家庭发展部（Ministry of Education and Ministry of Social and Family Development）担任高级政务次长。

许多毕业生在私人企业多有建树，例如在估价、城市规划和咨询顾问等重要部门担任领导职务；还有一些毕业生在政府机构担任要职，如新加坡国内税务局、新加坡建屋发展局、新加坡市区重建局、裕廊集团、新加坡土地管理局、农粮兽医局（AVA）等。此外，一些身为杰出业界领袖的校友纷纷重返母校，效力于房地产系顾问委员会，包括顾问委员会前主席谢仰丰先生（Mr. Chia Ngiang Hong，毕业于1977年）、成员张雪倩女士（Ms. Chong Siak Ching，毕业于1981年）、吴宝琳女士（Ms. Pauline Goh，毕业于1981年）、陈宝凤女士（Ms. Tan Poh Hong，毕业于1981年）、李浩进先生（Mr. Lee How Cheng Gerard，毕业于1984年）、潘锡源先生（Mr. Pua Sek Guan，毕业于1988年）和郭伟强先生（Mr. Kwok Wai Keong，毕业于1973年）。

以下内容共整理了来自30位毕业于新加坡国立大学房地产系的杰出毕业生对于新加坡房地产50年变革之路的反思（有关30位校友的相关信息，请参见表10.1）。与本书的内容编排结构相一致，相关访谈内容将被分成如下主题加以呈现（校友访谈内容仅代表个人观点，与其所在机构和企业无关）。

从第三世界经济体到第一世界经济体

自1965年获得独立以来，在没有任何自然资源禀赋的前提下，新加坡采取了工业化战略，以期实现经济增长并创造就业机会。在短短的50年时间里，新加坡的工业化战略朝着产业链的高增值方向迅猛发展，从20世纪70年代的劳动密集型产业，到80年代的资本密集型和高科技产业，再到90年代着重于科技和投资的高附加值制造业，直到21世纪初借助研发和创新发展起来的知识密集型产业。这些工业化战略推动了新加坡的经济增长与人均收入增长，并且让新加坡从一个第三世界经济体跃升为第一世界经济体。

“新加坡在短短50年内，从简陋的转口贸易港发展成欣欣向荣的大都市，这样的转变简直卓绝非凡。”谢仰丰先生说。

“经历了50年的发展，新加坡的工业地产布局历经多次变化。随着新加坡从第三世界经济体发展成第一世界经济体，这种变革是不可避免的。受益于有利的地理位置，新加坡的发展始于20世纪50年代，刚起步时只是一个毫不起眼的转口贸易港。随后，新加坡从60和70年代的资本密集型工业化稳步推进到80年代以知识为基础的产业，这也塑造了今天以知识为基础的技术型制造业的前身。同时，物流、仓储和运输等方面的配套发展也取得了长足的进步。”杨焕杰先生说。

表10.1 新加坡国立大学房地产系校友列表

序号	姓名	职务	机构	毕业年份
1	张玉冰女士（Ms. Chang Yoke Ping Frances）	零售租赁主管	雅富腾零售亚洲集团（Al – Futtaim Retail Asia）	1992
2	谢仰丰先生	集团总经理	城市发展	1977
3	庄士贤先生（Mr. Chng Shih Hian）	执行理事	新达产业顾问公司（Suntec Real Estate Consultants Pte. Ltd.）	1988
4	张雪倩女士	首席执行官/总裁	新加坡国家美术馆（National Gallery Singapore）	1981
5	朱健堃博士（Dr. Choo Kian Koon Steven）	主席	汇实亚洲集团（VestAsia Group）	1974
6	蔡炎亮博士（Dr. Chua Yang Liang）	研究与战略总监	亚腾	1995
7	吴宝琳女士	首席执行官（新加坡与东南亚区）	世邦魏理仕	1981
8	郭伟强先生	前常务董事	新加坡政府投资公司（房地产）	1973
9	李浩进先生	首席执行官	利安资金管理公司（Lion Global Investors Ltd.）	1984
10	梁康耀先生（Mr. Leong Hong Yew）	署长（食品与生活时尚群集）	裕廊集团	1992
11	林瑞源先生（Mr. Lim Swe Guan）	主席	克伦威尔欧洲房地产投资信托管理公司（Cromwell European REIT Management Pte. Ltd.）	1979
12	林东荣先生（Mr. Lim Tong Weng Eugene）	关键执行官	EBA 产业网络（ERA Realty Network Pte. Ltd.）	1991
13	廖锦贤教授（Prof. Liow Kim Hiang）	教授	新加坡国立大学设计与环境学院房地产系（Department of Real Estate，School of Design and Environment，National University of Singapore）	1985
14	费绍尔副教授	高级政务次长	教育部兼社会及家庭发展部	1993

序号	姓名	职务	机构	毕业年份
15	黄升达先生（Mr. Ng Seng Tat Michael）	执行董事	集永隆发展私人有限公司（CEL Development Pte. Ltd.）	1988
16	高春华女士（Ms. Ong Choon Fah）	执行总裁/主要执行员	戴玉祥产业资讯公司［Edmund Tie&Company（SEA）Pte. Ltd.］	1981
17	黄天良教授（Prof. Ooi Thian Leong Joseph）	副院长（学术）	新加坡国立大学设计与环境学院	1988
18	潘用锦先生（Mr. Phua Jimmy）	常务董事，亚洲房地产投资主任	加拿大养老基金投资公司［Canada Pension Plan Investment Board（CPPIB）Asia Inc.］	1991
19	傅文克先生（Mr. Poh Boon Kher Melvin）	董事长	飞升发展私人有限公司（Fission Development Pte. Ltd.）	1997
20	潘锡源先生	首席执行官兼执行理事	鹏瑞利置地集团有限公司	1988
21	沈淑珍女士（Ms. Sum Siok Chun Patricia）	常务董事	真实咨询私人有限公司（The Real Advisory Pte. Ltd.）	1985
22	陈美金女士（Ms. Tan Bee Kim）	高级执行理事	会德丰地产（新加坡）有限公司［Wheelock Properties（Singapore）Limited］	1986
23	陈秋玲女士（Ms. Tan Chew Ling）	房地行政与产业司司长（房地行政与产业）	新加坡建屋发展局	1990
24	陈瑞耀先生（Mr. Tan Swee Yiow）	总裁	吉宝置地	1985
25	陈镇光先生（Mr. Tan Tin Kwang William）	总经理（中国北方区）	吉宝置地	1993

序号	姓名	职务	机构	毕业年份
26	陈佩强先生（Mr. Tan Wee Kiong Augustine）	执行董事（物业销售与企业事务）	新加坡产业发展商公会/远东集团	1983
27	郑家宝先生（Mr. Tay Kah Poh）	执行董事，咨询部主任	莱坊	1983
28	叶能栋先生（Mr. Yap Neng Tong Jonathan）	首席运营官	星桥腾飞集团	1992
29	杨应清先生（Mr. Yeo Eng Ching Danny）	主席兼集团董事经理	莱坊	1980
30	杨焕杰先生（Mr. Yeo Huang Kiat Dennis）	首席执行官（新加坡与东南亚）	高纬环球	1988

鉴于土地资源有限，政府意识到制订审慎且具有长期性的土地利用和交通规划是非常有必要的。新加坡第一个总体规划于1958年8月8日获批，用于指导新加坡土地的利用与开发。规划重点在于：政府要确保在预留住房、商业和工业用地之后，还有足够的土地用于其他基础设施的建设和绿地空间的开发。然而，总体规划的静态特征，却不足以应对社会与经济的动态变化。这促使政府于1967年在国家和城市规划项目上寻求联合国的技术援助。国家和城市规划项目中所提出的建议促成了长期城市土地利用和发展计划的制订，也促成了1971年新加坡第一个概念性规划的出台。

“在短短的50年时间里，从一个安逸的小渔村到如今拥有最绿色和最宜居环境的全球六大城市之一，新加坡经历了举世瞩目的发展过程。这是政府在长远规划和创造世界一流商业环境方面，及投资物质基础设施和创建宜居生活并提升生活质量方面拥有远见卓识的结果。”陈佩强先生说。

作为新加坡规划的共同蓝图，多份为期20年的长期规划[注]和法定的土地利用总体规划（每5年审查一次），合力塑造出将新加坡发展成“繁盛的世界级城市”和“花园中的城市”的愿景。[注]

“仅仅通过50年的时间，新加坡就从第三世界经济体跃升为第一世界经济体，而其房地产格局也从泥泞的土路、沼泽地和乡村转变为高架桥和高速公路、繁华的金融区与蓬勃发展的公共住宅区。”张雪倩女士说。

“新加坡迈开步伐飞速前进，仅仅用一代人的时间就完成了从第三世界国家发展成为第一世界国家的转变，房地产发展也随之共同前进。沼泽地和贫民窟被世界级的研发设施取代，而雄伟的商业大厦也容纳了来自全球各地的跨国公司。”高春华女士说。

强大的公私合作伙伴关系

长期概念性规划指导了新加坡几个主要公共基础设施的建设，其中包括世界级的樟宜国际机场、全球最繁忙的海港、地铁网络和新建的滨海中心商业区。政府通过裕廊集团开发了清洁科技园、裕廊岛、科技园（一期、二期和三期）、启汇城、启奥生物医药园、航空航天园等现代创新工业设施，以支持世界一流的知识型产业集群发展。梁康耀先生说："新加坡工业地产的发展变革不仅与国家经济的转型同步，而且也推动了国家经济的转型。从新加坡独立初期的低密度标准厂房，到20世纪七八十年代裕廊及其他地区工业园区的发展，新加坡工业地产布局的转变显而易见。随后，为了发展资本密集型经济体，一些特色产业园陆续开工建设，例如在90年代兴建的淡滨尼晶片园和裕廊岛。近年来，我们还注意到纬壹科技城、樟宜商业园和丰树商业城这些产业园的开发，它们都加速了知识和创新型经济体的发展。随着工业地产市场变得越来越透明，投机行为也越来越少，我相信它会朝着一个更稳定、更具持续性的方向前进。"

私人企业也发挥着至关重要的作用，如引进资金、参与满足跨国公司需求的商业和工业空间开发及参与高品质生活空间的私人住宅市场开发，以迎合新加坡人不断提升的住房需求。

谢仰丰先生讲述了私人开发商在将规划转为现实的过程中所做出的贡献。"早年间，除了政府以外，房地产开发业务主要是由几个主要的先驱开发商主导的，它们在房地产业的开发建设中扮演着关键的角色，并在很大程度上改变了新加坡的城市天际线。当年，房地产业主关注的重点是满足人们对商业空间和住房方面的基本要求。但随着国家的发展，新加坡人有了更高的期望和需求，外加商业环境和生活方式的快速改变，这些都为房地产业带来了新的挑战。为了确保市场的稳定与增长，政府部门和私人企业结成了协作与协商的合作伙伴关系，携手把建设环境推向新的高度。展望未来，随着新加坡的发展，房地产的开发机会将面对更激烈的竞争环境。因此，无论在本土还是在海外，开发商必须更具创业精神与创新能力，以期在激烈的竞争中保持领先优势。开发商将继续发挥关键作用，通过推动创新的、可持续的和卓越科技的开拓

进取，优化我们的建设环境并实现新加坡成为一个智慧型国家的愿景。”

“新加坡产业开发商公会及其成员期望推动新加坡在创新的城市规划、良好的社会治理和强大的公私合作伙伴关系（Public Private Partnership）方面的长期做法，以建立一个健康稳定的房地产市场和一个‘面向未来’的房地产业。”新加坡产业开发商公会会长（2015—2018年）陈佩强先生重申了私人开发商的承诺。

经济发展和就业增长是驱动新加坡这个岛国实现快速城市化和转型的动力之源。如若没有政府部门和私人企业之间的紧密合作，新加坡的城市蓝图和由此所许下的城市愿景都将无法实现。

“3P模式，即公私合作伙伴关系模式，在新加坡过去的50年里发挥了显著的成效。政府致力于推动将新加坡建设成为世界版图上的门户城市，而房地产领域从中获益匪浅。”吴宝琳女士说。

有人认为，远期的土地利用规划和房地产市场是密切相关的。如果没有政府在城市发展中采用亲商和市场导向的策略，新加坡就不可能实现在全球房地产市场中的增长。一个繁荣且自由发展的私人房地产领域，已成为国家经济发展和就业增长的重要组成部分。

“我们的基础设施是世界级的，我们的商业运营环境是一流的。在这种条件下，新加坡房地产领域转变成了今天全球性的参与平台，并且引发世界各地投资者的关注。未来一个关键性的成功要素，就在于借力更广泛的经济共同体，如东盟（ASEAN），伴随东南亚的全面一体化，其预计将成为世界第七大经济体。身为东盟重要的一员，新加坡作为投资目的地的地位将得到加强。举例来说，政策壁垒的移除将使得资本流动水平增强，从而为房地产投资活动铺平道路。随着GDP的增长，随着商品和服务产能的提高，就业增长将会加速，并导致对于商业和工业 /物流地产的需求增加。”吴宝琳女士说。

“通过与政府部门的合作，房地产开发商在城市布局的改造中发挥

了至关重要的作用。房地产仍然是新加坡经济的一个重要支柱。在全国排名前20位的上市公司中，房地产公司及其相关联企业占据了1/4的比例。此外，房地产也占据了大约一半的固定资本总额。在劳动力市场上，每五人当中就有一人受雇于房地产业和建筑业。”陈佩强先生说。

“房地产业务是由本地的知名开发商、高净值家族及少数政联企业所主导的。针对本地市场和资产的活动都被它们紧紧地掌控。偶尔会有来自日本或印度尼西亚的财团尝试涉足住宅和商业开发项目，或者买进已建成的投资型房地产。随着时间的推移，新加坡逐渐转变成为居于高速发展的亚洲的国际性门户城市，房地产格局也发生了巨大变革。由于人口迅速增长所带来的大量需求，再加上银行和金融、石油和天然气、科技、生物科学、医学和制药等各领域的跨国公司不断涌入，不仅使各个资产类别的实体建设发生了重大改变，还改变了房地产业参与者的素质和房地产项目投融资的方式。”黄升达先生说。

国民之家园

新加坡自1959年取得自治权以来，一直都将提供负担得起的住房和推进“居者有其屋”计划作为国家建设的重要驱动力。今天，超过80%的新加坡家庭都居住在公共住房（组屋）中；另外，90%以上的居民拥有房屋所有权，这使得新加坡成为世界上住房拥有率最高的国家之一。

“1965年是新加坡实施‘居者有其屋’计划的第一年。该计划源自建国总理李光耀先生所设定的愿景，他坚信拥有自己的住房对于这个移民社会是至关重要的。首批发售的组屋共有1 600个位于女皇镇的两房或三房式组屋单位。时至今日，所售出的组屋单位已超过90万套，并且有大约92%的家庭居住在自己所拥有的组屋单位内。‘居者有其屋’计划已惠及第三代新加坡人，供他们选择的新组屋在设计上更加多元化，这些新组屋可以同私人公寓相媲美。新建的组屋也越来越高、越来越绿色环保而且越来越智能化。这些组屋都配有现代化设施，但售价依然是普通

新加坡人可负担得起的。此外，组屋转售市场已趋成熟，成为住房市场不可或缺的一环。政府的公共住房政策更加完善，在原来重视家庭住房需求的基础上兼顾社会不同阶层的需求，尤其是那些首次购屋者。”陈秋玲女士说。

随着新加坡居民日益富裕，加上不断变化的人口特征和生活方式，国家需要在公共住房和私人住宅市场上提供更优质和更多样化的住房选择，以满足年轻一代和更多流动性居民的期望。

“近50年来，住房市场发生了显著变化。对我们当中的许多人来说，我们生平的第一套房子就是政府组屋。这些政府组屋不仅在我们刚开始组建家庭时为我们解决了最基本的住房保障，同时还为我们提供了升级到私人住宅的基础。今天，很多的政府组屋拥有者同时也拥有私人住宅作为投资用途，这种情况屡见不鲜。”林东荣先生说。

“展望未来，公共住房将继续与时俱进。除了将会出现更新更优质的开发项目，也会开展更多公共住房翻新工程，形成更紧密的社区生活关系。虽然偶有波动，但从长远来看，公共住房市场仍将是稳定且可持续的。”陈秋玲女士说。

对许多新加坡人来说，住房已不再只是挡风遮雨的栖身之处，而是能够为居民带来众多关于成长与经历的美好回忆的家园。

“公共住房和私人住宅，公园及其他公共空间，它们彼此之间不仅是相得益彰的，而且每时每刻都在提醒着大家：新加坡就是我们的家园。除了实体房地产建设之外，我们也具备了与之相关的软实力，如场地管理、物联网（Internet of Things）等。”高春华女士说。

对于乐龄人士来说，住家附近是熟悉的环境，这里还有很多老朋友，可以充分实现居家养老，正如费绍尔副教授所说：“随着我们渐渐进入老龄化社会，我们不断渴求新加坡能够成为真正属于人民的非凡国家，我们期待新加坡的房地产格局将会有所变化。比如，所开发的房地产项目和设施，都能够满足快速老龄化社会的需求。这就要求为乐龄人

士提供更加友好的设施，如住房、健康、零售、交通等功能。当来自乐龄人士的需求不断增加的时候，那些适宜乐龄人士生活的特征就会提升房产价值。”

“居者有其屋”计划被政府用作政策工具，借以帮助居民在新加坡扎根落户。如今，许多新移民也被吸引而来，他们将新加坡看作自己的家园，并在这里安居乐业。

“新加坡已成为一个家喻户晓的全球化城市，她吸引了诸多国际人才来这里工作、生活与娱乐。他们中的许多人已经成为永久居民和公民，并将新加坡当成他们的家园，并在这里成家立业、繁衍生息。”林东荣先生说。

适合生活、工作和休闲的城市

由于土地资源有限，新加坡一方面必须优化和加强土地利用，另一方面还需要保护绿色空间、开放空间和集水区域。陈佩强先生解释道：“新加坡未来的城市规划和实体建设，必须在经济增长和社会福祉及环境质量之间取得相应的平衡，以实现人人享有高质量、可持续和宜居的环境。”去中心化和高密度的住房，是规划者所采取的发展策略，目的是确保土地利用最优化，并为生活、休闲和工作提供一个高品质和可持续的环境。“政府将更重视去中心化这一发展策略，以便在跨市镇区域建设更多靠近住家的办公空间、购物空间及娱乐空间，这将为商业、工业、零售和混合业态开发创造前所未有的机会。在人口增长和消费者生活方式不断变化的发展背景下，住宅房地产的创新将迎来更大范围的发展，以重新定义生活空间并开启更美好的生活。”陈佩强先生说。

集体出售（collective sales）或整体出售，是在两名或多名业主联合起来一起出售他们手上的住宅单位的情况下发生的。这些待售建筑物普遍结构老旧，开发商拿到土地后会进行高密度的再开发。傅文克先生解

释了集体出售如何帮助加速土地集约化与城市更新。“在过去的50年里，新加坡经历了快速的城市化。那些靠近市中心建于三四十年前的旧房子，大多是低密度开发且不具有经济性，为此亟待重建。同时，市区重建局分阶段发布的‘开发指导规划’，为在允许范围内提高开发密度提供了更加明确和清晰的指导。这两个因素的结合，再加上土地价格的上涨，促使集体出售发生，这直接有助于城市更新和新加坡稀缺土地资源的优化利用。政府意识到旧建筑重建对城市复兴的好处，便出台更加透明的法律框架，以促进集体出售交易。因此，在1999年，政府修订了《土地业权（分层）法》，以提高集体出售过程中的公平性和透明度。更重要的是，为了不让少数业主影响集体出售的进行，修订后的法令明确规定：如果80%的业主都同意集体出售，那么集体出售交易就获通过。”

随着二三十年前市区集装箱码头（丹戎巴葛、吉宝和布拉尼）及巴西班让集装箱码头的搬迁，超过1 000公顷（相当于3个滨海湾）的土地得以释放，它们将用于未来的发展和其他土地用途需要。费绍尔副教授说：“经济转型和新开发区，如南部濒水地区（Greater Southern Waterfront），将引发新加坡房地产市场新的均衡。”南部濒水地区将被发展成住宅、商业、娱乐和文化区，这将进一步提升新加坡作为一个适合生活、工作和娱乐的世界一流城市的地位。

电子商务和其他IT工作场所的出现，将改变购物者的消费行为和办公场所内的工作流程。“展望未来，新兴的、不断变化的未来趋势将会持续影响着我们的工作、生活和娱乐方式。因此，只有所制定的土地利用和建筑标准符合这些趋势，才能使高效且精心设计的建筑物获得开创性发展，从而惠及所有的房地产用户并带来协同效应。电子商务就是一个例子，它的出现将改变新加坡及其以外地区生产、存储、运输和交易货物及服务的方式。对于存储、管理和利用数据及IT的需求正在不断增长，这将成为推动产业布局变化的主要因素。”杨焕杰先生说。

将“工作-生活-娱乐”的复合功能整合到建筑中，很可能是未来商业

建筑发展的一个重要趋势。陈美金女士说："由于土地资源有限，新加坡未来的商业建筑除了会向上寻找空间以外，还有可能向下利用相互连接的大型地下空间。此外，随着新经济体及用户的需求和偏好不断改变，我们的商业建筑也必须随之改进。越来越多成功的商业建筑，开始融入此前根本无法想象的实体和社会特征。新型的商业建筑，应当开发一些迎合千禧一代的生活方式和工作生活平衡偏好的设施。这些设施包括用于放松身心与交流互动的非常规空间、瑜伽室和健身房、儿童看护设施、放松空间、淋浴设施和单车设施。随着可促进生活、工作和娱乐文化的商业环境逐步取得创新，企业与组织和员工将更加积极地在工作中茁壮成长。"

公共交通系统和主要道路网络是城市规划的重要组成部分，旨在更好地连接地铁和巴士换乘站，从而推动新加坡向"减少用车"（car-lite）社会迈进。费绍尔副教授评论说："为使新加坡人的交通更为方便，交通方面的策略主要体现在地铁和巴士的服务区域变得更广。新的地铁线路和站点将刺激车站周边更多的活动和发展节点，而这又将反过来影响房地产的价值，并在全岛增加更多的节点。"

企业房地产服务商

本地和全球知名公司在竞争激烈的房地产中介交易市场中并存，这些公司提供专业的第三方房地产服务。过去10年，新加坡房地产市场格局不断变化，越来越多的资金流入了房地产市场。因此，企业房地产服务商必须改善并扩大其经营范围，以跟上市场变化的步伐。

"无论是由机构还是由私人企业组建REITs，它们都深知需要精通资产管理及财务模型知识的房地产专业人士。因此，房地产服务行业所面对的挑战，不仅仅局限于为实体建设提供诸如销售租赁或物业估价等服务，还需要作为能够提供全方位房地产和金融相关服务的一站式服务供应商。此外，它们还需要在所有的主要门户城市设有办事处，以期照顾

到新一代全球投资者对房地产的需求；这就意味着我们需要转型成为一个真正的全球化服务公司。”杨应清先生说。

“在过去的50年里，房地产行业随着国家的成长也发生了巨大变化，从一个非常依赖本地资本的传统型实体房地产行业，转变成为一个由本地与全球私募基金和REITs所推动的高度证券化行业。为应对日益复杂的市场需求，房地产服务行业所提供的业务已经全面提升。由于变化是永恒的主题，这一切转型是不可避免的。今日有很多力量正在重塑市场，科技方面结构性的根本转变也带动着新时代的降临。科技不仅增加了市场信息的连接性，而且也加强了消费者与供应商之间的连接性，他们只需点击鼠标或者轻触智能电话便随手可得。处于信息夹缝中的传统房地产行业正面临着越来越激烈的竞争，随着市场透明度的不断提高，房地产服务的性质也必须随之改变。在我们的日常工作中，应用科技还只是很小的一部分，为每位客户提供个性化服务才是至关重要的。消费者越来越清楚自己的选项，也明白他们真正的需求。真正优秀的房地产财务顾问就是那些能够为客户提供可靠建议的人，而这些建议除了具有前瞻性和洞察力以外，还要充分体现量身定制的特色。”蔡炎亮博士说。

从本地市场到全球市场

分割房地产市场的地理边界线在各国之间已经变得模糊，受到的约束也越来越少。越来越多的本地房地产投资者和开发商，都秉承分散风险的宗旨，将房地产业务拓展到本国以外。

“随着商业和人们需求的改变，世界各地的房地产行业多年来已做出相应的转变。随着新加坡加入全球城市的行列，我们对创新大胆的开发理念所秉持的态度也越来越开放。”陈瑞耀先生说。

“随着全球化进程的不断加剧，投资者不再受限于地理边界。无论是新加坡抑或其他国家的房地产企业，前往全球重点门户城市扩张和寻

找商机的现象将越来越普遍。企业继续拓展新市场和人们在各大洲之间流动将增加从一个联络点提供不同市场房地产专业咨询服务的需求。这对于那些尚未将业务布局到所有主要门户城市的房地产服务商而言，无论是服务本地企业还是海外企业，都将是一大挑战。”杨应清先生说。

“全球各地的房地产业者已经涌入我们这个小红点。现如今，来自不同国家的开发商和房地产基金已在此出现或正在积极关注新加坡市场。自2002年REITs第一次在新加坡交易所上市以来，其快速的发展也为我国房地产投资领域开启了一个全新的篇章。本地的房地产企业，无论规模大小，都已大胆地将业务扩展到全球各地主要的发达或新兴市场。新加坡企业在英国、美国、欧洲、中国、韩国、日本、澳大利亚、越南、马来西亚、印度尼西亚、缅甸及其他许多国家都有重要的投资和发展。”黄升达先生说。

沈女士认同越来越多的本地家族企业开始放眼世界并扩大它们的国际房地产投资组合这一现象：“在过去的50年里，新加坡见证了诗家董大厦（CK Tang）、花拉阁（Farrer Court）、马哥孛罗酒店（Marco Polo）和巴德申（Paterson）露天草坪分别被改造为诗家董购物中心/万豪酒店（Tangs Shopping Centre /Marriot Hotel）、丽敦豪邸公寓、葛兰轩公寓（Grange Residences）和爱雍·乌节商场。在这些巨变的背后，强大的本地家族企业正在扩大业务，通过联手外国投资者和政联企业的举措，进入全球房地产基金和房地产投资信托领域。”

“参与国际房地产，已成为业绩型基金必不可少的业务。特别是在那些拥有大量国内财富和储蓄而投资选择却极其有限的国家，它们前往海外投资的动力很强。”林瑞源先生说。

国际房地产也引起了机构投资者和基金管理机构的浓厚兴趣，它们大幅增加了对房地产领域的资产配置。潘用锦介绍：“据《私募股权房地产》（PERE）研究与分析，2014年全球三十大机构投资者所进行的房地产股权投资总额超过5 670亿美元，在3年内的增长超过1 000亿美元。这一增长将会延续下去，这是因为人口老龄化这类席卷全球的结构

性变化，将迫使主权财富基金、养老基金和保险基金开始对房地产领域进行资产配置，或提高房地产的投资比重，以取得更高的回报。这些全球机构投资者将加剧市场竞争，影响市场走向并且形成它们自己的投资规则。”他进一步解释道：“作为一个区域，亚洲的吸引力源自其相对较高的经济增长率和多元化的收益。但对于大多数人来说，要想深入了解和驾驭如此多元而且复杂的亚洲房地产市场无疑是一个重大的挑战。这些投资者正在寻求与那些具备高超的公司治理能力、国际竞争力和富有远见的领导力的亚洲合作伙伴建立战略合作关系，并通过这些合作伙伴引导自身在迅速发展的亚洲房地产市场上进行投资。虽然一些新加坡企业已经意识到这一点，它们却很少认真研究并有意识地与这些投资者建立关系。因此，发掘这个独具深度的长期性资金池（pool of capital），可能会带领新加坡房产机构进入下一个增长阶段，并将其推升到国际水平。”

房地产资本市场的发展为投资者创造了更多的投资机会。“回想起来，过去的50年，对于那些在新加坡从第三世界走向第一世界时及时搭乘了房地产列车的投资者来说，是段激动人心的美好时光。早期投资的重点在于利用私募股权投资实体物业，但投资局面随着城市格局的变化也在不断地演进发展，现今的投资环境提供了很广泛的房地产投资机会，种类跨越股权和债务，范围涵盖私人领域和公共领域。在机构投资者的资产组合中，房地产已成为一个独立的资产类别。”郭伟强先生说。

国际房地产投资的风险在不断地上升。林瑞源先生解释道：“基金投向海外的目的是实现投资多元化并取得较高的风险调整收益。多元化来自外币（特别是那些自身汇率较弱的国家）及与本国经济有差异性的经济领域的投资。同样，由于某些国家正以较快的速度发展，或正受益于有利的人口趋势和消费模式，因此也能够通过在适当的领域进行投资而获得良好的回报。显然，海外投资也带来了风险。在这些风险当中，有些是针对该行业的，比如市场成熟度、信息透明度或业务性质；而有些则是带有政治或主权性质的，例如政府政策的改变，这样的改变可能

会稀释产权或提高所有权成本。”

因此，风险管理策略对于国际房地产投资者来说至关重要。林瑞源先生进一步说明：“投资者除了需要能够量化该国经济增长的风险和增长的驱动力外，他们还必须全面了解外国房地产市场是如何运作的。例如，影响物业价值的重要因素，租户之于业主拥有的权益，反之亦然。从国内引进一位在资产评估与融资方面都具备较高技能的投资专家也许还不够。他还必须熟悉在特定的当地市场进行投资时可能面对的细微差别，而若想掌握这些，则需数年的时间。”

李浩进先生也告诫，作为一个全球资本城市，新加坡房地产价格预计将不会大幅受到市场波动影响。“从50年前的第三世界城市，跻身全球顶尖的金融中心之一，这是一个惊人的壮举。然而，在争取这一成就的过程当中，并非一帆风顺。顶尖金融城市的特征之一，就是房地产价值的增长率往往超越人民收入的增长步伐。即使股市正处于熊市阶段，诸如伦敦和纽约等城市的房地产价值也甚少贬值。”

REITs和其他金融创新工具的出现

2002年7月，凯德商用新加坡信托的上市是新加坡房地产市场一个重要的里程碑。朱健堃博士评论道：“新加坡房地产史上最重要的里程碑之一，就是2002年年初REITs的诞生。这是‘天时、地利、人和’的经典案例，它就像是石缝间的生命一般，是一个在危机中诞生的机遇。当时，新加坡经济刚刚经历了‘9·11’事件和互联网泡沫破灭事件，正在想尽办法重振经济。REITs正是由经济审查委员会（Economic Review Committee）和监管机构推出的重振经济策略之一，是促进和加强新加坡作为基金管理中心地位、拓宽投资渠道及为专业人士、经理、执行人员与技师（Professionals，Managers，Executives and Technicians）创造就业机会的手段。就基础而言，房地产行业必须做好准备在各个地产领域，特别是在非住宅地产领域，取得传统债务融资之外的创新并挖掘资

本市场，以保持其强劲的增长势头。在企业层面，REITs发行者中的先驱领袖，即凯德和腾飞，决心从它们的投资组合中创造出更大的价值，使之成功实现轻资产运营并增加收费业务。对此，它们已组建并准备好了能够胜任这项工作的专业团队。”

REITs市场为开发商提供了创收商业房地产货币化的替代方式。这也使得实体业务和资本市场融为一体，为散户和机构投资者开辟了一个新的渠道以投资并持有房地产资产。凯德商用新加坡信托第一任首席执行官潘锡源先生评论道：“新加坡REITs行业在过去的14年里蓬勃发展，极大地推动了行业总市值和资产规模的增长。REITs的发行者或所有人之所以推出这个产品，是将其作为大型房地产货币化的退出平台，而个人投资者 /退休人员则认为REITs是一种能提供定期收益和加强投资组合多样性且相对安全的投资工具。”

腾飞，如今是合并后星桥腾飞的一部分，在凯德商用新加坡信托上市没多久之后，便于2002年发行上市了第一只商务地产和工业地产投资信托。叶能栋先生是腾飞印度信托的前首席执行官，而腾飞印度信托正是星桥腾飞于2007年发起的第二只REITs。他评论道：“新加坡REITs的推出和发展，不仅仅为机构和个人投资者创造了新的投资产品，还有助于深化新加坡房地产市场。首先，它为房地产开发商的商业模式提供了一个全新的维度，从而使收益性资产以更具资本效率的方式被持有。其次，它也有助于房地产行业知识和专业人士的发展。最后，它也在巩固新加坡作为区域投资中心方面做出了贡献。”

潘锡源先生认为REITs市场的发展吸引了基金管理和其他下游金融服务方面的业务和人才：“较少有人注意到，REITs市场的发展事实上培养出了大量的专业人士团队，他们一直支撑着这个行业并与之一齐成长。这些专业人士包括投资和债务银行家、法律顾问、资产管理人士和REITs经理。除此之外，房地产专业人士的工作范围已不再局限于房地产管理，他们的业务已拓展到资产和资本管理，此外，债务市场中多元化的债务工具不仅日益受欢迎，也提高了活跃度。”

“星桥腾飞不断创新，通过严谨而创新的方式增强并发掘房地产投资，将房地产投资、开发和管理与资本市场相结合。另外，星桥腾飞将继续其上市与私募基金业务的拓展，也希望贡献于扩大新加坡REITs行业的发展势头。”叶能栋先生也认可基金管理专业技能之于REITs市场的重要性。

随着更多的REITs上市，新加坡可自定位为亚洲REITs的中心。“面对新加坡持续加强的企业披露与治理标准，投资者可以期待更多优质的国际REITs在新加坡证券交易所上市。随着市场的日趋成熟，如同美国和澳大利亚这些更成熟的市场所经历过的一样，新加坡市场上预期会有更多的合并和结构性调整。最终，本地的REITs市场将享有更高声誉并且充满活力，同时在这治理良好的环境中拥有更强大的本地和国际参与者及更优质的资产。”潘锡源先生说。

当新加坡迈向全球顶尖金融中心的目标发展之际，面临房价高涨的人士可选择通过其他间接的投资方式来创造和保留财富。李浩进先生表示：“若不稍加留意，这一现象将会导致‘嫉妒政治’（politics of envy）。无奈的是，在顶尖的金融中心里，房地产投资对一般人而言是遥不可及的，这甚至可能包括自己的住所。房地产投资信托基金是一个可让人参与房地产资本增值的有效渠道，但其价格波幅相当高。近来，政府发行了新加坡储蓄债券（Singapore Savings Bonds）。通过此债券，投资者不仅无须承受波幅，而且所获取的利息将随着投资期的增加而增长。”

他也解释说：“为了解决因房地产价格居高不下所导致的‘嫉妒政治’，我建议政府为新加坡人民打造一只与‘新加坡储蓄债券’相似的房地产投资储蓄债券。这只债券的波幅必须维持在低水平，并奖励长期持有债券的投资者。更重要的是，它应让投资者享有房地产价值上涨所带来的利益。与‘新加坡储蓄债券’一样，私人企业将无法打造此类投资产品，唯独政府可办到。我认为，政府可创建一只‘新加坡房地产储蓄证券’（Singapore Property Savings Security）并让这只证券与众多政府房

地产投资的价值挂钩。为减少波幅，政府应将 ‘新加坡房地产储蓄证券’的价格与政府房地产按市值计价的价值之长期移动平均数挂钩，如10年平均移动数。”他补充：“和 ‘新加坡储蓄债券 ’一样，‘新加坡房地产储蓄证券 ’也会是新加坡独有的投资产品 !”

为了迎合机构投资者不断寻求房地产投资收益的需要，复杂的金融工具应运而生。沈女士说：“支持这些变化是银行业蓬勃发展的主要因素；从双边贷款融资转向银团项目融资，债券发行、中期票据、夹层资金和资产支持证券化，涉及本地银行及欧洲、东南亚、日本和美国的外资银行分行。房地产投资方式从直接参与项目到上市房地产公司和REITs的股权扩大对于上述变化的支持，直接刺激了银行业的蓬勃发展。与之相类似，房地产的投资选择也从直接参与项目投资转为参与上市的房地产公司和REITs的股票分红。”

为未来储备房地产专业人才

房地产不仅仅关乎砖块和砂浆这样的实体建筑，它更是人和人之间的业务往来，正如高春华女士所说：“房地产从业人员发挥了重要的作用。环境建设对于我们的社会福祉有着深远的影响。首先，我们建设城市，然后城市塑造我们。我们希望新加坡的子孙后代住在什么样的城市中呢？我们每一个人都可以有所作为。我们必须鼓足勇气并放眼未来，才能设想出一个更美好的明天。常言道：‘能被计算的，不一定重要；往往是那些不能被计算的，反而是最重要的。’最后，房地产不只是同砖块和砂浆打交道，更是与人类息息相关。”

新加坡国立大学房地产系是一个为房地产行业培养和输送“人才”的机构，那么，未来房地产专业人士需要具备什么样的技能和知识呢？一些意见汇总如下：

“我希望新加坡所有的房地产毕业生都能成为与时俱进、面向未来、聪明睿智、面面俱到、善于表达且自信能干的房地产领导人。他们不仅仅是为他们自己或所在机构创造收益，也要有社会敏感性，懂得伦理道德并具有环保意识。”郑家宝先生说。

“展望未来，截至2030年，新加坡计划将人口增加到650万—690万，市场将会出现更多新建住宅。卖家、买家、业主和租户对房地产的需求将会变得越来越复杂。因此，未来的房地产从业人员应当以提升其服务人群的住房体验为宗旨，认真接受教育和培训。”林东荣先生说。

“当前房地产从业人员所面临的机遇，可谓是前所未有的。我相信新加坡国立大学房地产系将会一如既往地站在行业发展的前沿，继续迎接挑战并带动行业的发展，同时也能够吸引智慧的头脑并将其培养成为适应全球房地产市场需求的杰出人才，朝着环保和可持续的实践方向开启一条领军之路。”黄升达先生说。

“从中新苏州工业园到中新天津生态城，从北京、上海到南宁，新加坡开发商和专业人士所展现的品质都获得了广泛的赞誉。如果没有组织严密、纪律严明的房地产行业，没有新加坡房地产从业者的专业精神，上述成就是无法实现的。这是我们拥有的最宝贵的资产，它带领我们不断攀上新的高峰。尽管全球市场竞争激烈，我坚信，凭着我们所秉持的核心价值观，新加坡房地产行业的专业人士将继续成为区域内同业看齐的标杆。”陈镇光先生说。

房地产教育和研究的创新

自1969年以来，新加坡国立大学房地产专业就开始提供正规的高等教育，并不断追求跻身世界前茅。黄天良教授说：“新加坡有望成为亚洲房地产研究和教育的枢纽。新加坡国立大学房地产的教育历史悠久，开设的房地产学士和硕士等旗舰学位课程为新加坡房地产业培养了大批的专业人才，这些人才在新加坡的建设和国家发展中都做出了巨大的贡

献。在研究方面，新加坡国立大学始终致力于将自身打造成为亚洲领先的房地产研究型大学。”

新加坡国立大学应当持续不断地对房地产课程和教学方法进行审查，以确保跟上房地产市场的变化。一些建议包括：

“就我个人对新加坡建国50周年的心愿而言，我想聚焦未来10年的房地产教育——其实5年就很难预测了，更不用说是50年了。我希望新加坡，尤其是新加坡国立大学，走在亚洲房地产教育的前沿。始终以锐意创新的教学方法、息息相关的教学内容、切实可行的教学实践及放眼全球的教学视角，映射出房地产是如何成为全世界城市经济体、企业和家庭资产负债表不可分割的一部分的。我希望我们能开发出一套有效的、技术上适合的教学方式，以培养学生在这个激动人心的行业领域中掌握终身学习的技能和工具。”郑家宝先生说。

廖锦贤教授建议“新加坡国立大学的房地产教育必须对国家、区域和国际层面的房地产市场和资本市场动态进行深入了解和评估。因此，当代房地产教育包括房地产与城市发展、法律研究、估价与评估、房地产和设施管理、城市经济学、投资组合和资产管理、房地产资本市场和证券化房地产投资工具等广泛领域。”

当前房地产教育正面临几项重大挑战，目前担任国立大学设计与环境学院副院长并主管学术部的黄天良教授指出：“伴随着REITs和基金管理业务的发展，房地产业务已经变得日益成熟并且全球化。为了跟上房地产业发展的脚步，新加坡国立大学房地产专业不断对其课程设置进行审查。例如，为适应房地产和资本市场进一步整合的行业发展实际，房地产本科学生如今能够专注房地产金融学习。新加坡在城市规划方面的专业知识，令许多新兴经济体竞相追捧，为此，新加坡国立大学房地产专业推出了并行学位课程，即通过5年的学习分别获得房地产理学学士学位和城市规划硕士学位。房地产硕士学位课程模块也已被更新。另外，新加坡国立大学房地产系和中国人民大学商学院及新加坡国立大学商学院推出各自合作的双学士学位课程。在管理层面，房地产金融证书

班（GCREF）自2011年起就已经成功开设多期课程。它是一个结构化的高级管理教育课程，课程内共包含3个学科模块，推出此课程的目的就在于搭建房地产和资本市场之间的知识桥梁。”

他也强调：“在新加坡国立大学，我们力求培养新一代房地产专业人士，他们不仅需要对传统的实体房地产有着深入的了解，而且还要熟悉资本市场动态。我们珍惜与校友和房地产业利益相关者的战略性合作伙伴关系，并不断努力让我们的毕业生做好准备，掌握在房地产新形势下面对挑战并抓住机遇的能力。”

廖锦贤教授详细说明了房地产研究的重要性：“研究与教学相辅相成，应当将更多的重点放在理解房地产市场时空（城市经济）和货币-时间（金融经济）这两个维度之间的相互作用方面。房地产是众多国家经济的重要资源组成部分，与普通股票和债券市场的资本化相类似，它还是一个重要的全球资本性资产。因此，深入了解房地产有关 ‘城市经济学 ’和 ‘金融经济学 ’方面的特征，及房地产对城市发展、经济发展和财富创造与积累所做出的贡献，有助于巩固不断变化的房地产教育和研究格局，还为新加坡国立大学未来的学术研究指明了方向。”

他还解释说：“四象限模型要求对全球化背景下的房地产 ‘空间’（城市经济学）和 ‘资产 ’（金融经济学）维度及它们相互影响的动态作用进行深入的理解和研究。房地产与其他投资资产的 ‘财富创造’、‘财富管理 ’及“风险管理”主题，意味着在 ‘投资资产组合与资产管理 ’方面的理论和应用研究与创新将继续在全球投资咨询方面保持着强劲的增长势头。最后，在人口老龄化、社会财富再分配和技术进步的背景下，住房研究将主导城市经济领域。”

应对不断转变的未来需求

高春华女士提出新加坡在推动未来发展方面所面临的一些挑战。“虽然新加坡的土地资源是有限的，但从来没有在空间和构思上受

到限制。在迅速发展的地缘政治中，新加坡位于一个飞速发展的地区，她必须持续改变以跟得上形势。我们如今面对的挑战已经不同于我们的前辈。我们该如何将有限的土地资源转变成我们的优势？我们该如何在这个日益国际化的城市中建立种族、社会和宗教的和谐？我们该如何利用科学技术？我们该如何提升自身对周边世界的价值 ?”

展望未来，可能改变房地产格局并有望影响房地产空间创造的3个需求因素是：心件（艺术文化）、软件（信息通信与技术）及可持续性和绿色运动。

首先，在满足了新加坡人过去50年里对于住房、就业和财富积累这些方面的基本需求之后，现在可能是推动他们追求文化艺术的合适时机。

张雪倩女士说道：“在我看来，在下一个50年，新加坡的房地产景观将会更多地出现在驱动艺术和文化发展方面。在迅速发展的国家，当财富和物质追求开始造成人口分化时，艺术和遗产可以成为重要的社会黏合剂。在新加坡欢度50年国庆之际，新加坡植物园成功申遗，成为被列入联合国教科文组织（UNESCO）名录中的世界文化遗产。2015年11月，新加坡两个最具历史意义的古迹——前最高法院和市政厅——则被赋予新的生命，以国家美术馆的身份重新开放。”她补充道：“我们可以在世界各地洞察到此类的趋势，例如阿联酋的阿布扎比卢浮宫博物馆（Louvre Abu Dhabi）和中国香港西九龙文化区的M+等艺术机构和文化街区的推出。即便是成功的经济强国，也正在朝着艺术和文化发展的方向迈进，以跟上时势变化。发达的工业城市已因为注入了艺术与文化元素而变成了更具有活力的新型文化圣地。西班牙毕尔巴鄂的古根汉姆艺术博物馆（Guggenheim Museum Bilbao）和法国梅斯的蓬皮杜中心（Centre Pompidou）都是例子。”

她也乐观地认为：“在未来的50年里，我们能够期待这样的新加坡景观：高耸的金融大厦与标志性的艺术和文化遗产相得益彰地融合在美好的绿色空间里。”

其次，信息通信技术很可能导致办公室工作流程、零售配送和生产过程的长期重组。终端用户行为变化可能推动房地产空间在未来被更有效地使用。杨焕杰先生预测："互联网和先进的通信技术已经在方方面面改变了新加坡人的生活、工作和娱乐方式。随着这个趋势的变化，我们的建筑环境也势必发生改变。"

郭伟强先生补充："展望未来，诸如3D印刷、进阶分析、智能机器和物联网等科技创新，都可以改变我们的工作、购物和娱乐方式。这些发展还将影响并重塑空间市场，或许会改变我们对地理位置的看法，甚至还可能会扰乱房东和租客之间长期存在的关系。想要弄清这些改变对投资的影响，是具有挑战性的，但是能够成功指出这一点的人们可能将因此获得回报。"

"新加坡下一阶段的任务将是，借助昔日所取得的成就，创建一个能够掌握当今先进的通信技术和地理优势的工业环境，以此促进新加坡的持续发展与繁荣，为人们提供更美好的生活。"杨焕杰先生说。

房地产领域需要被重新设计和调整，以适应新时代的劳动力和生产过程。"在设计、功能、财务和所有权结构方面，这些（新加坡的商业和工业地产）领域需要不断做出调整，以保持其相关性和可行性。工业厂房不再只是为生产或仓储而建的单一空间，而是一个融生活、工作和娱乐于一体的设施，可以满足当今从事数据密集型业务设计、研究和生产方面的知识型员工队伍的需要。如今的仓库在多个楼层之间都设有坡道提供服务，这类设施顺应了众多追求高价值及对时间敏感的物流和产品链的无数网络的需求。它从昔日新加坡河岸边一排排的货仓开始发展，直至今日已取得了长足的进步。"庄士贤先生说。

传统的实体零售模式面临着"鼠标 +水泥"（click and mortar）模式所带来的挑战，后者是指企业将零售商场的空间与电子商务相结合，从而为购物者提供新的购物体验。庄士贤先生指出："零售设施变得日益复杂，早年间的街头摊贩和旧店屋生意，陆续搬迁到今天为了适应不同邻里社区和消费者喜好而设的大型购物中心。"

张玉冰女士分享了类似的观点："在零售房地产这行打拼了多年，自然而然会注意到实体零售行业的运营环境瞬息万变。房地产与IT对抗的结局是什么？零售房地产市场的前景又将会如何？我们都是时间有限的消费者，能够舒适地在家购物，对我们来说无疑是极具吸引力的。电子商务正在快速成长，这对新加坡未来的零售房地产又意味着什么？它又将如何影响房地产专业毕业生在零售房地产业择业时所做出的选择？我的意见是，我们会看到一个和谐共存的零售商场，也就是利用技术来协助零售商实现零售渠道无缝链接，从而把购物体验提升到更高的水平。"

最后，"可持续发展"和"绿色"似乎将成为未来几年房地产发展的重要热点话题。随着企业越来越能够意识到自身的社会责任，预计整个房地产行业对于"绿色"标签及其相关技术的需求将会越来越高。"展望未来，出于环境可持续发展的'绿色 '考量将成为下一个前沿。"庄士贤先生说。

"同时，对于环境、能源成本及政府法规方面的考量，也进一步推动可持续发展。如今，企业认识到'绿色环保 '不再只是一个选项，如果它们希望所提供的产品和服务能够与时俱进，'绿色环保'将是参与竞争的必备武器。房地产开发商需要与富有创新意识的供应商及有关政府部门紧密合作，并借助它们的技术与创新科技创造一个更加可持续发展的建筑环境。在吉宝置业，我们将房地产视为一个能感动生命、改变生活的事业。我们在从事的是一个帮助人们实现梦想、打造美好生活及塑造城市环境的工作。我们信奉这样一个理念：用心创新必将带来丰富多彩的体验。正是这种坚定的、与众不同的思考与看待事物的方式，使我们能够通过建设吉宝湾和滨海湾的标志性住宅来提升亲水生活的标杆，并且帮助新加坡登上全球顶尖房地产的版图。无论我们在哪里开展业务，我们都力求通过具有吉宝品质的卓越项目，创造充满活力的生活、工作和休闲环境。"陈瑞耀先生说。

新加坡房地产的下一波转型浪潮

总而言之，在过去的50年里，新加坡房地产业在从第三世界迈向第一世界城市的跃升过程中得了巨大的飞跃。创立房地产投资信托市场的先发优势，又有助于巩固新加坡作为亚洲成熟的REITs市场的枢纽地位。按市场价值衡量，新加坡仅次于日本，排名亚洲第二。事实上，房地产不只在实体空间上有所改变，还成为全球投资资产。特别是在近十多年里，机构投资者，其中包括养老基金、主权财富基金、保险公司、对冲基金和许多高净值投资者，都将大量的外国资本导入新加坡，借以收购高档商业地产和高端住宅地产。本地房地产资产流动性的过剩行为，在一定程度上引发了市场价格的大幅上涨，从而促使政府迅速采取行动以帮助过热的房地产市场降温，先后推行了一系列宏观谨慎措施。自2010年起，政府同时推出针对房地产买家和卖家的印花税。

房地产市场格局已变得更加一体化，而且越来越密不可分（请参见图10.3）。一方面，REITs和其他金融市场创新工具的出现，改善了市场中价格与信息的披露过程；另一方面，股市的波动可通过REITs渠道渗透到房地产市场。在开发市场上，外资开发商的竞争和土地成本的上扬，会迫使开发商在制定市场策略时更多地采用“轻触”的方式，以期在房地产市场上建立更长期的买卖双方和房东-租客关系。对于那些长期在新加坡从事房地产业务的开发商而言，建立声誉将是它们需要关注的一个关键议程。当市场恢复常态并且供需达到平衡时，政府可以发挥推动职能，同私人领域携手合作，共同将把新加坡打造成一个繁荣、宜居、花园里的城市的长期蓝图变为现实。

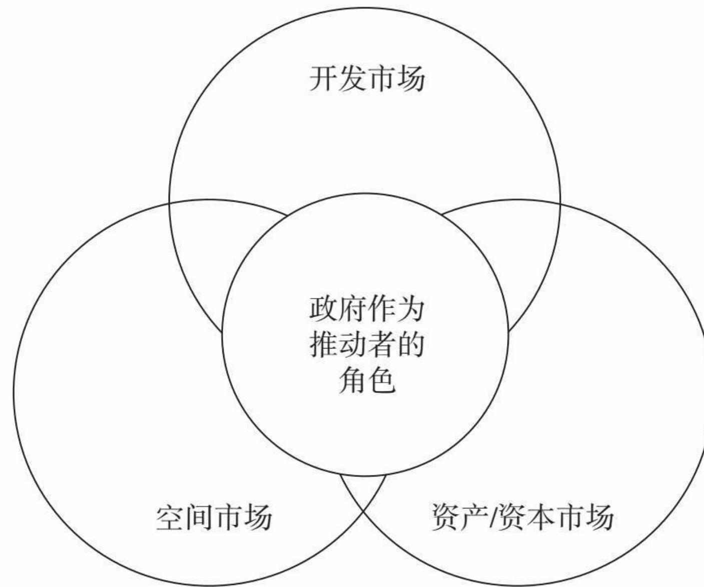


图10.3 更具综合性的房地产市场

面向未来，改变将成为永恒的主题。空间生产者（开发商）、空间使用者和资金供应者 /投资者需要塑造新的房地产商业模式，并重新审视既定的地理位置的理论及房东与租客的关系。推动新加坡房地产下一波转型浪潮的力量会是什么？根据上述观点及作者观察，共有五大不可逆转的趋势预计将会影响新加坡房地产市场下一个阶段的发展。概括如下：

科技带动工作、生活和娱乐空间的需求

互联网和无线通信技术的大众化，彻底颠覆了商业空间工作流程的编排方式、网上购物的搜索和消费体验、知识集群在研发和价值创造行业的集聚等多个方面。在住房方面，人们会优先选择具有智能特征的高品质空间，节能设备和绿色环保将占据主导地位。随着城市功能日益完善，人们将会更加重视艺术与文化，并将其融入社区的空间和活动中。在一些住宅开发项目中，例如瑞吉酒店（St. Regis），著名艺术家的艺术品和雕塑已被列为整体建筑的一个组成部分。

订单处理和追踪技术越来越先进，外加物流设施多与各个货源相邻等优势，这些都显著提升了诸如淘宝网、亚马逊（Amazon）、iTunes音乐等大型电子商务企业的线上服务能力，其图书、音乐及其他业务领域都受到显著影响。

通信与IT的进步，将塑造新的房地产空间；而新的房地产空间也应当融入新科技。然而，这两者并不是相互排斥的，而是在可持续发展的环境中，在智能建筑或家居方面相辅相成。

一座拥有更环保、更具可持续性建筑环境的城市

2015年，新加坡环境及水源部与新加坡国家发展部联合发布了“永续新加坡发展蓝图”（The Sustainable Singapore Blueprint），注它勾勒出了国家愿景与规划，即将新加坡建成“宜居与温馨的家园”（a liveable and endearing home）、“充满活力和可永续发展的城市”（a vibrant and sustainable city）和“活跃又优雅的社区”（an active and gracious community）。政府一直通过新加坡建设局积极推动绿色标志认证建筑的发展。这项活动鼓励开发商在创建新的房地产空间时采用“绿色环保”和“可持续”的方式。开发商采用先进的建筑技术来提高建筑物在能源、水和循环系统的利用效率，还采用太阳能电池板这类可替代清洁能源，以此展示它们创建可持续并宜居的花园城市家园的决心。“绿色”运动还应当向用户发送重要信息，以便让他们通过实践改变其行为，以减少碳足迹。

在市区和巴西班让地区的集装箱码头搬迁之后，将有3倍于目前滨海湾面积的土地被释放出来，用于大滨海南区的开发。私人企业和政府部门可以共同合作，并借此机会来创建一个令全世界羡慕的最“可持续”和“宜居”城市的可行模式。注同样，巴耶利峇空军基地的搬迁为未来发展腾出了大量土地，还解除了对周边地区建筑的高度限制。

丰富的本地和全球房地产发展机遇

随着众多外国开发商的涌入，本地开发市场的竞争者日益增多且竞争愈加激烈。然而，伴随着经济的持续增长，本地市场需要有更多的资本流入以支持城市化进程和新的发展。外国开发商的参与增加了本地市场上的竞争，也促使本地房地产市场成为一个更公平的竞争环境；与此同时，它们还为新加坡带来了新科技和创建房地产空间的新方式。同样，那些已将业务拓展到海外并已进入其他房地产市场的本地开发商，也可将它们的海外经验和最佳实践带回本地市场，以注入创造力并提升新加坡房地产开发质量。本地和外国开发商成立合资企业将变得更加普遍，双方可以通过这种形式共同参与大型复杂项目的开发。

新加坡政府通过政府间合作项目的形式，与中国、越南、印度及距离更远的国家开展合作，共同开拓新加坡以外的新投资机会。此类政府间合作项目，如中新天津生态城，不仅展示了城镇开发中的新加坡模式，还可以在这些项目中尝试新的城市生活理念，并为新加坡城市和土地利用规划带回丰富经验。第三个中新两国政府间合作项目位于重庆，项目以“现代互连互通和现代服务经济”为主题，将通过智能科技和先进的供应链方法，推动新业务解决方案的全新规划思考。这个项目将成为中国“一带一路”倡议的催化剂与重点示范项目。[注]

在资本市场方面，新加坡作为亚洲的金融中心，是国际投资者在东盟及以外地区发掘投资机会的理想门户。政治稳定、制度透明、强有力的治理和高效的金融系统等，都是新加坡吸引更多金融机构和投资基金进驻的积极因素。随着机构基金被更多地用于房地产投资，更多“金钱”将被用来追逐本国或境外的优质资产。跨境投资流动可能会使本地房地产价格受到国际资本市场波动的影响，市场上将出现更多的风险对冲工具和金融创新产品，例如衍生工具和证券化体系等，以保护持有国际房地产资产的投资者免受诸如次贷危机等极端的金融风险的影响。数据分析、云计算和数据存储，有可能改变金融和房地产市场分析师、基

金经理和机构分析风险及预测未来价格趋势的方式。

房地产资本市场一体化

随着更多机构基金在新加坡投资REITs和其他优质商业地产，市场对于收益性房地产资产的需求将有所增加。新加坡的房地产证券化会进一步提升到与美国和澳大利亚那些成熟市场相似的水平，在这些成熟市场里，目前至少有一半的收益性房地产是由资本市场中的REITs和私募基金所持有的。新加坡作为亚洲REITs中心，可为区域内的REITs搭建一个平台，开拓来自区域以外的机构投资者的资金来源。此外，还可以通过实施金融创新和应用证券化技术的方式，提升供应商（投资者）与使用者（企业和购房者）之间跨区域资金的流动性与风险匹配能力。

开发商可以将开发资本市场作为实体资产货币化的一种退出策略，然后将所回收的资金注入可带来更高收益的开发与征地业务。城市发展所发行的盈利参与证券，就是开发商利用金融创新来筹集新资本的典型个例。同时，开发商可以通过为REITs提供资产管理和物业管理服务，创造收费型管理收入的新来源。

随着新加坡REITs市场的成熟，REITs的企业披露和治理标准可以进一步加强。专业资产和基金经理库也可以扩大，这对于支持更多REITs在当地的交易所上市很重要。具有跨境资产、资产类别不同、资产管理模式不同（内部与外部）、基于绩效的费用结构等的REITs是扩大投资者选择范围的潜在变化。

超越房地产知识和专业技能

当本地房地产市场变得越来越国际化时，市场将在物业估价、投资可行性分析、财务结构及房地产风险评估等方面采用国际公认的原则和

做法。企业房地产服务商可以借助其国际网络及与中介人的联系来促成大规模的跨境交易。投资银行和其他专业服务提供者，如会计和税收咨询公司，在促成跨境交易方面发挥着越来越重要的作用。房地产服务商应该扩大其咨询服务，除了专注房地产实体交易以外，其服务范围还可以涵盖跨境投资的尽职调查、合同设计和货币对冲等事宜。

开发商应从发展规划、项目管理、财务和资产管理等维度着手，建立和整合房地产开发价值链的能力。凯德集团旗下的全资子公司凯德商用产业，就是一个采用综合性零售商场经营模式的例子，涉及零售房地产投资、开发、商场运营、资产管理和基金管理等能力。

持续变化的房地产格局，将给未来的房地产毕业生和专业人士带来挑战和机遇。房地产教育应当不断加以审查，以适应市场对于超越实体房地产以外的新技能和知识的需要。将“金融”融入房地产课程将帮助房地产专业的毕业生更好地掌握金融知识，使其能够评估和分析具有复杂结构的房地产交易。随着更多的房地产投资资金流入和流出新加坡，房地产专业毕业生应当具有更加国际化的观点，并随时做好准备发掘新加坡以外的新机遇。新一代的房地产专业毕业生将成为行业领军人物，并在房地产业的下一波转型浪潮中另辟蹊径，独占鳌头！

---

1. 资料来源：Grasskamp，J. A.（1981）“Fundamentals of Real Estate Development，”Urban Land Institute，Development Component Series，Washington DC。
2. 根据环球人力资源咨询机构（ECA International）调查，新加坡被外籍人士认为是亚洲最宜居的地方，而且是全世界亚洲的外籍人士最青睐的城市。资料来源：Rachel Boon，“Singapore remains the most liveable place in Asia for expatriates: Poll，”The Straits Times，23 January 2015。
3. 世界银行集团（World Bank Group）通过2005年和2006年两个连续的调查结果将新加坡评为“经营业务”的顶尖城市。资料来源：http: //www.doingbusiness.org/data /exploreeconomies /singapore#close。
4. 第一个概念规划是一个为期20年的长期规划，它曾经在1991年、2001年和2011年进行修订。
5. “繁盛的世界级城市”和“花园中的城市”分别是2001年和2011年市区重建局修订后的概

念规划中被制定的愿景。

6. 资料来源：http: //www.mewr.gov.sg /ssb /。

7. 2011年，西门子-经济学人智库（Siemens-Economist Intelligence Unit）把新加坡列为亚洲最绿色的城市。

8. 中国提出“一带一路”倡议的目的在于重振两条古时候的商贸路线，并把欧洲和亚洲联通起来，以形成一个巨大的单一市场（资料来源：“Third G-to-G project to be in Chongqing，”今日在线2015年11月7日）。

致谢

本书的撰写过程是一段充满挑战的旅程。若没有一些人给予我们的支持和帮助，这段旅程将会更加艰难。我们要感谢以下帮助我们完成这本书的各界人士。

感谢新加坡国家发展部部长黄循财先生、新加坡国立大学校长陈永财教授分别为我们题序。我们也感谢新加坡国立大学前校长陈祝全教授和前城市与地产研究院院长兼房地产系主任邓永恒教授在我们撰写英文版时给予的大力支持。

感谢市区重建局与我们分享本书第二章中滨海湾市中心的照片；感谢城市发展、凯德集团、远东机构和吉宝置业与我们分享本书第三章和第七章中相关公寓开发项目的照片，及凯德集团让我们引用本书第七章中IMM大厦的照片。我们感谢为之前英文版图书的封面设计提出建议的缔博建筑师事务所。我们也由衷感谢为我们设计这次中文版图书封面的中信出版社。

感谢那些为本书，尤其是第三章和第四章慷慨提供资料的房地产界的开发商和咨询公司等。它们包括（排名不分先后）：城市发展、凯德集团、远东机构、国浩房地产有限公司、吉宝置业、鹏瑞利置地集团有限公司、ERA产业网络私人有限公司、世邦魏理仕私人有限公司、戴德梁行、仲量联行及莱坊私人有限公司。

感谢那些尽管公务繁忙，但还是为我们提供了宝贵的采访机会，并且与我们分享了本书中有关新加坡房地产发展过程中的那些趣事及他们对此的见解的人，他们是：洪伟义先生（Mr. Ang WeeGee）、谢文华先生（Mr. Chia Boon Kuah）、谢仰丰先生（Mr. ChiaNgiang Hong）、

张雪倩女士（Ms. Chong Siak Ching）、蔡奇合先生（Mr. Jack Chua）、基弗系先生（Mr. Chris Fossick）、吴宝琳女士（Ms. Pauline Goh）、林东荣先生（Mr. Lim Tong Weng Eugene）、黄志达先生（Mr. Philip Ng）、高春华女士（Ms. Ong Choon Fah）、王德辉先生（Mr. Ong Teck Hui）、潘锡源先生（Mr. Pua Seck Guan）、徐炳炎先生（Mr. Willy Shee）、陈忠清先生（Mr. Tan Tiong Cheng）、戴玉祥先生（Mr. Edmund Tie）和杨应清先生（Mr. Yeo Eng Ching Danny）等。

感谢以下两位对本书第五章的慷慨帮助：黄渭慧女士（Ms. Wendy Wong）和梁勇灵先生（Mr. Noel Neo）。我们同样感谢毕韦德先生（Mr. Peter Verwer）在本书第七章为我们撰写了一篇关于澳大利亚房地产投资信托基金（REITs）市场的案例。

对于本书的最后一章，也就是第十章，我们感谢以下新加坡国立大学房地产系校友所提供的宝贵观点及所做出的贡献 .他们包括：张玉冰女士（Ms. Chang Yoke Ping Frances）、谢仰丰先生、庄士贤先生（Mr. Chng Shih Hian）、张雪倩女士、朱健堃博士（Dr.Choo Kian Koon Steven）、蔡炎亮博士（Dr. Chua Yang Liang）、吴宝琳女士、郭伟强先生（Mr. Kwok Wai Keong）、李浩进先生（Mr.Lee How Cheng Gerard）、梁康耀先生（Mr. Leong Hong Yew）、林瑞源先生（Mr. Lim Swe Guan）、林东荣先生、廖锦贤教授（Prof. Liow Kim Hiang）、费绍尔副教授（Dr. Muhammad Faishal Ibrahim）、黄升达先生（Mr. Ng Seng Tat Michael）、高春华女士、黄天良教授（Prof.Ooi Thian Leong Joseph）、潘用锦先生（Mr. Phua Jimmy）、傅文克先生（Mr. Poh Boon Kher Melvin）、潘锡源先生、沈淑珍女士（Ms.Sum Siok Chun Patricia）、陈美金女士（Ms. Tan Bee Kim）、陈秋玲女士（Ms. Tan Chew Ling）、陈瑞耀先生（Mr. Tan Swee Yiow）、陈镇光先生（Mr. Tan Tin Kwang William）、陈佩强先生（Mr. Tan WeeKiong Augustine）、郑家宝先生（Mr. Tay Kah Poh）、叶能栋先生（Mr. Yap Neng Tong Jonathan）、杨应清先生和

杨焕杰先生（Mr. YeoHuang Kiat Dennis）。

感谢中国房地产投资信托联盟的秘书长王刚先生为我们牵线，把本书推荐给中信出版集团，让我们有幸能在中国出版这本书。

我们感谢研究助理谢柳依（Chia Liu Ee）在研究、内容整理和翻译方面的全力支持和协助，也要感谢城市与地产研究院高级经理张静博士（Dr. Zhang Jing Rebecca）提供了高效的支持，并协助进行内容整理和翻译。其他要感谢的人也包括杨敬业博士（Dr. Jesse Yang）、张笑语（Zhang Xiaoyu）、邹一恒（Zou Yiheng）和在英文版里给予协助的杨美莲（Jeanette Yeo）。

感谢新加坡国立大学和城市与地产研究院给予我们的支持；感谢中信出版集团为本书的出版提供了专业的指导和协助。最后，我们还要感谢那些未能在此悉数署名，但以不同方式帮助过我们的人士，如没有你们的帮助，我们将无法顺利完成这本书。

最后，我们要感谢家人的不懈支持和理解。这本书献给你们所有人！

薛义华 程天富 余熙明

作者简介

薛义华

新加坡国立大学城市与地产研究院主席兼房地产系客座教授。他目前担任布鲁克菲尔德资产管理公司、宜居城市中心和加拿大退休金计划投资局的董事，及星狮地产有限公司的高级顾问。他也曾任普洛斯集团和城市土地学会的主席，新加坡政府投资公司有限公司的董事兼其房地产投资部的总裁。在加入新加坡政府投资公司之前，他是悉尼仲量行的高级合伙人。

此外，他也曾担任北京大学光华管理学院、巴西卡布拉尔皇家基金会商学院的咨询委员会成员，及剑桥大学与哈佛大学的房地产咨询委员会成员。他曾是美国退休基金地产协会的董事，澳大利亚房地产协会澳大利亚房地产指数委员会的创始主席，及新加坡政府经济战略委员会土地组的成员。

薛博士在2007年被授予新加坡公共行政奖章（金），并于2011年和2015年分别获颁新加坡国立大学卓越校友服务奖及新加坡国立大学杰出校友服务奖。他先后毕业于新加坡大学（获颁房地产管理学士学位）、英属哥伦比亚大学（获颁工商管理硕士学位）及澳大利亚国立大学（获颁城市研究博士学位）。

程天富

现任新加坡国立大学城市与地产研究院院长兼设计与环境院长讲席副教授。他目前是亚洲房地产学会的主席，也自2000年起担任其董事，

并且自2008年起担任世界华人不动产学会理事。他也是美国经济学年会-美国地产与城市经济学会年会（ASSA-AREUEA）程序委员会成员（2013年和2019年）和美国地产与城市经济学会年会会员资格审查委员会成员（2014年）。程博士目前是新加坡律政部上诉局（土地征用）评估专家团成员（自2010年）和地产代理理事会专业发展组的成员（自2014年）。此外，他也是新加坡国立大学与新加坡产业发展商公会共同推出的房地产行情指数的创始和首席研究员。他也担任房地产科技协会和新加坡房产中介协会的名誉顾问。他是于2012年和2017年被邀请加入美国霍姆尔-霍伊特研究院（Homer Hoyt Institute）的博士后荣誉学者和研究员。

他发表了超过90篇和城市与房地产经济和金融相关的学术文章，其中包括主流金融与经济期刊，如《管理科技》（Management Science）、《金融研究评论》（Review of Financial Studies）、《金融经济学杂志》（Journal of Financial Economics）、《金融评论》（Review of Finance）、《金融服务研究杂志》（Journal of Financial Services Research）、《美国经济评论论文与会议录》（American Economic Review Papers and Proceedings）、《城市经济学杂志》（Journal of Urban Economics）、《区域科学和城市经济学》（Regional Science and Urban Economics）、《房地产经济》（Real Estate Economics）、《房地产金融杂志》（Journal of Real Estate Finance and Economics）等等。他于2017年被房地产经济期刊《房地产经济》选为杰出评委，也先后赢得了11项最佳论文奖。他参与撰写的书《怕输经济学》（Kiasunomics）入围了新加坡出版社协会的最佳非小说类奖。

程博士于1999年获得英国剑桥大学博士学位，并获颁剑桥共和联邦信托基金奖学金和海外研究学生大奖。此前，他曾先后获得英国剑桥大学土地经济硕士学位及新加坡国立大学地产管理一等荣誉学士学位，并于1989年毕业于义安理工学院，获得建筑管理文凭银奖。

余熙明

现任新加坡国立大学房地产系系主任。他目前是世界华人不动产学会理事当选主席和亚洲房地产学会的董事。他在新西兰奥克兰大学接受城市评估本科教育，并获颁科伦坡计划奖学金。之后赴英国雷丁大学继续深造，先后获得硕士和博士学位。余博士在1981年加入新加坡国立大学任教，作为一位资深导师，他在此后的30年累积了丰富的教学、科研和咨询经验。他的主要授课内容和研究领域包括：房地产估价、住房及城市与设施管理。他曾在诸多国际会议上发表过优秀论文并在亚洲、中东和非洲开设过高管课程。

余博士拥有丰富的社会服务经验，曾在多个政府机构任职，包括：建屋发展局、房地产理事会、资源获取和赔偿委员会、估价审查委员会、西海岸市镇理事会等。2000—2007年，他曾任新加坡国立大学设计与环境学院副院长，也于2007—2013年期间担任房地产系主任。